

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

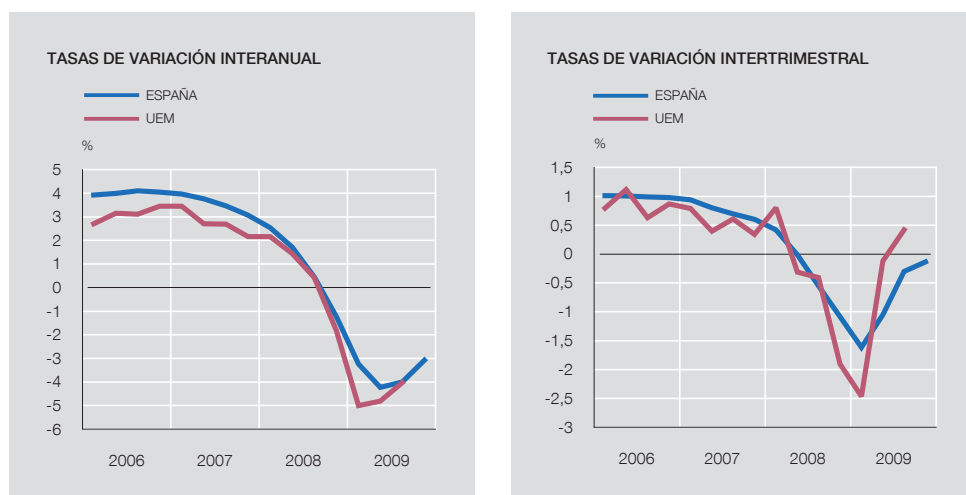
1 Rasgos básicos

Durante los tres primeros trimestres de 2009, la economía española prolongó la trayectoria contractiva que había iniciado en la segunda mitad del año anterior, aunque el ritmo de disminución de la actividad fue moderándose a partir del primer trimestre —cuando se alcanzó la fase más aguda de la contracción—. Los indicadores disponibles apuntan a que esta pauta se habría atenuado aún más en el período de octubre-diciembre, estimándose un descenso en la tasa intertrimestral del PIB del 0,1% (-0,3% en el trimestre precedente), lo que supone una caída en su tasa interanual del 3,1%, nueve décimas menos que en el trimestre previo. Por el lado del gasto, la demanda nacional moderó su ritmo de retroceso, hasta una tasa interanual del -4,8%, mientras que la aportación de la demanda exterior neta al PIB, positiva por séptimo trimestre consecutivo, se redujo en cinco décimas, hasta situarse en 2 puntos porcentuales (pp).

Con este cierre del año, el PIB habría descendido a una tasa del 3,6% en el conjunto de 2009, la mayor caída de la actividad de las últimas décadas, en consonancia con la severidad de las tendencias contractivas a las que se ha enfrentado la economía mundial durante los dos últimos ejercicios, si bien, en España, los desequilibrios acumulados durante la fase expansiva previa también habrían contribuido a la disminución de la actividad. El retroceso de la producción fue consecuencia del pronunciado descenso de la demanda nacional —de un 6% en el promedio de 2009—, que afectó a todos sus componentes, excepto a los vinculados a la actuación de las AAPP. En la segunda mitad del año se produjo una cierta suavización del perfil de disminución intertrimestral del gasto, con incrementos incluso en el caso del consumo y de la inversión en equipo, sobre los que incidieron las ayudas directas a la adquisición de vehículos de automoción, al tiempo que la inversión pública reflejaba la ejecución de los proyectos del Fondo de Inversión Local. Por su parte, la demanda exterior neta amortiguó el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una contribución positiva al crecimiento del PIB de 2,7 pp, también la mayor de las últimas décadas, apoyada en la caída de las importaciones, que fue muy superior a la de las exportaciones.

Por el lado de la oferta, el descenso del gasto repercutió en todas las ramas productivas, pero tuvo particular impacto en la industria y en la construcción. Y todo ello determinó una intensificación del proceso de destrucción de puestos de trabajo —de singular intensidad en los meses iniciales del ejercicio— de modo que, en el promedio de 2009, la ocupación habría caído un 6,7%, cifra más pronunciada que la registrada en ciclos recesivos previos. El deterioro de las expectativas de empleo terminó por incidir sobre la oferta laboral, que experimentó crecimientos cada vez más moderados, hasta registrar un retroceso en el cuarto trimestre, en contraste con el dinamismo de años anteriores, pese a lo cual la tasa de paro se elevó hasta el 18% de la población activa (18,8% en el último trimestre), según la EPA. Las tendencias contractivas del gasto influyeron sobre la trayectoria de la inflación, que aminoró su ritmo de avance, influida también por los descensos en los precios de los productos energéticos, que habían registrado notables incrementos en 2008. En el promedio de 2009, el IPC descendió un 0,3%, frente a un aumento del 4,1% en 2008. La inflación media anual no había sido negativa desde 1952.

En el panorama económico internacional continuó la mejoría en los mercados financieros —a pesar de algunos episodios de tensión localizados— y se prolongó el proceso de reactivación económica, iniciado en el tercer trimestre, una vez que Estados Unidos, Japón y la zona del euro retomaron tasas de crecimiento positivas y las economías emergentes recuperaron ma-



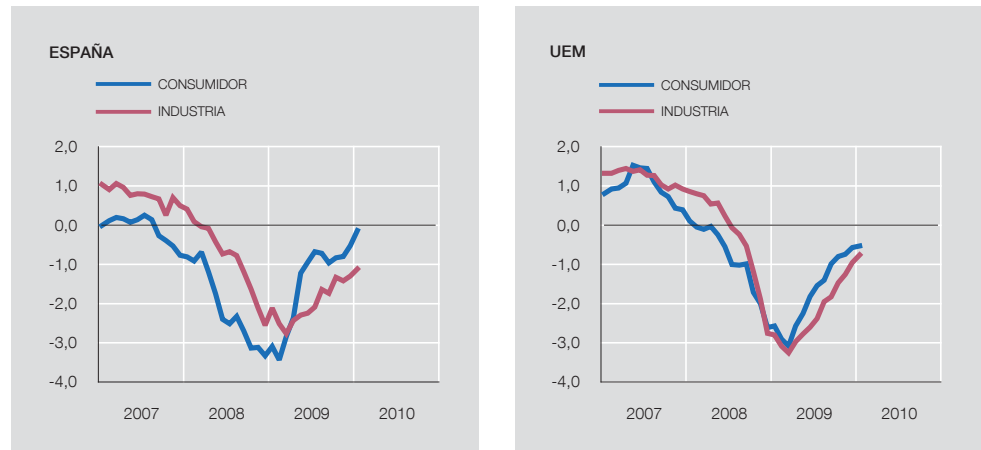
FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Series ajustadas de estacionalidad.

yores ritmos de expansión, lideradas por los desarrollos en los países asiáticos, particularmente por China. Con carácter relativamente generalizado, esta mejora de la actividad económica descansó en factores de naturaleza transitoria, como la reposición de existencias, y en los extraordinarios impulsos que han proporcionado las políticas económicas durante la fase recesiva. Por su parte, la inflación mundial empezó a repuntar en los meses finales del ejercicio, una vez que se cancelaron los efectos base provocados por los aumentos de precio del petróleo de 2008, si bien las expectativas sobre la evolución futura de los precios continúan siendo moderadas. En los mercados cambiarios, el dólar se apreció con respecto a las principales divisas, y, en los de materias primas, los precios del petróleo reiniciaron una senda alcista, aunque dentro de una notable volatilidad.

La mejoría de la situación económica y financiera en los últimos trimestres ha determinado una nueva revisión al alza de las perspectivas de crecimiento de la economía mundial, aunque se observa una creciente divergencia en la fortaleza de la recuperación entre áreas y países. El FMI, en la última actualización de sus previsiones, anticipa tasas de crecimiento del 4% y del 4,3%, para este año y para 2011, respectivamente, aunque persisten algunas dudas sobre la magnitud de la recuperación, una vez que se replieguen los estímulos monetarios y fiscales que han estado en vigor. Los principales factores de incertidumbre continúan siendo la tendencia al desapalancamiento tanto de los sectores bancarios como de los sectores privados no financieros, el ajuste del mercado de trabajo y el deterioro de las finanzas públicas, aspecto este último que ha cobrado una especial relevancia en algunas economías desarrolladas en los últimos meses, ante los aumentos generalizados de los déficits públicos y del endeudamiento. En este contexto, cobran especial relevancia las cuestiones relativas a las posibles estrategias de salida: el momento más adecuado para retirar las medidas extraordinarias —monetarias y fiscales— y la manera de hacerlo para garantizar un crecimiento sostenido sin comprometer la recuperación económica y la estabilidad financiera.

La orientación de la política monetaria continuó siendo expansiva en los meses finales de 2009, al tiempo que los bancos centrales de los principales países desarrollados anunciaron —y comenzaron a instrumentar, en algunos casos— los planes para la retirada de las medidas no convencionales de apoyo a la liquidez. En Estados Unidos, el tipo de interés oficial permaneció en el rango del 0% al 0,25%, mientras que la FED suprimió o redujo el tamaño de



FUENTE: Comisión Europea.

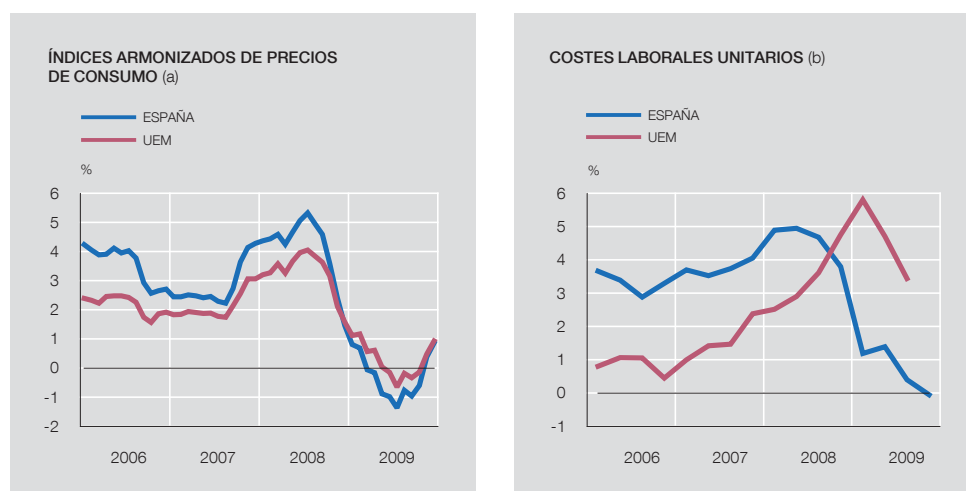
a. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

algunas facilidades de liquidez y financiación, acomodándose a la menor demanda por parte de las entidades. El Banco de Japón tampoco modificó los tipos de interés oficiales, y desveló, asimismo, la paulatina y ordenada retirada de las medidas especiales de adquisición de bonos y pagarés privados. El Banco de Inglaterra mantuvo inalterado el tipo de interés oficial en el 0,5% y amplió su programa de compra de activos.

El área del euro ha participado de las tendencias generales de reactivación. Tras haber registrado una tasa de variación positiva del PIB en el tercer trimestre (después de cinco trimestres de pronunciados descensos), los indicadores disponibles más recientes apuntan hacia un crecimiento también de signo expansivo en el cuarto trimestre, aunque todavía muy dependiente de las medidas de estímulo de la demanda agregada y de factores de naturaleza transitoria. No obstante, y a pesar de la recuperación del producto en la segunda mitad del ejercicio, el PIB de la zona del euro podría descender en torno a un 4% en 2009, según las previsiones de los principales organismos internacionales, que adicionalmente anticipan una recuperación muy gradual de la actividad para los próximos trimestres. La inflación retomó registros positivos en los meses finales del año por el agotamiento de los efectos base asociados a incrementos pasados de los precios de las materias primas; a medio plazo se estima que la holgura de la capacidad productiva contribuirá a mantener la inflación en niveles moderados.

En el ámbito de las políticas económicas, el deterioro de las finanzas públicas que se ha generado como consecuencia de la contracción de la actividad y de la ejecución de los planes de impulso fiscal ha situado a 13 países de la zona del euro en posición de déficit excesivo, por lo que deberán adoptar medidas para cumplir con las recomendaciones que el Consejo ECOFIN elaboró en noviembre. En relación con la política monetaria, la ausencia de riesgos a la estabilidad de precios a medio plazo ha llevado al Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta febrero, a mantener inalterados los tipos oficiales, que se han situado en el 1% en el caso de las operaciones principales de financiación, nivel en el que permanecen desde mayo de 2009, mientras que los correspondientes a las facilidades de crédito y de depósito permanecen en el 1,75% y 0,25%, respectivamente.

El BCE mantuvo una política de provisión de liquidez abundante y, ante la paulatina normalización de las condiciones en los mercados financieros, en diciembre anunció el inicio de una



FUENTES: Eurostat, Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas de variación interanual.

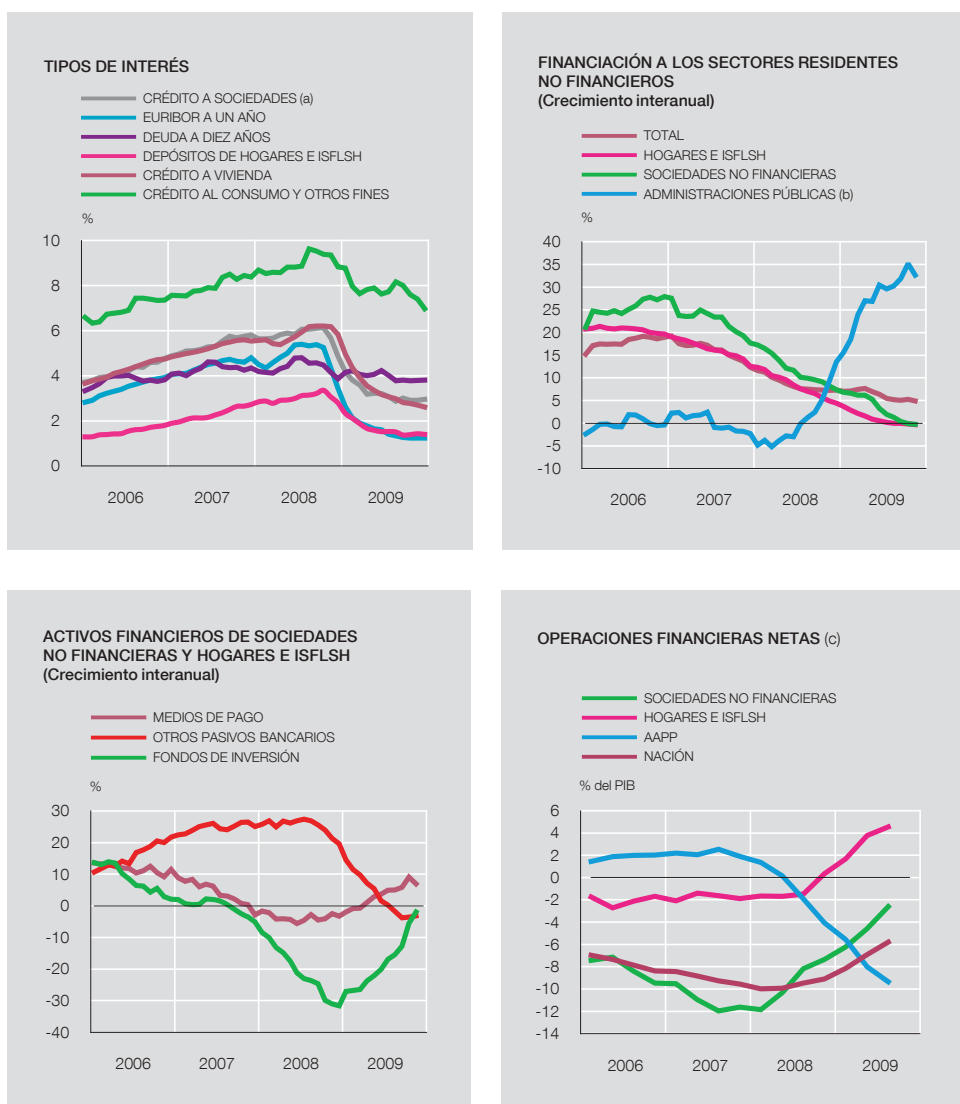
b. Por unidad de producto. Tasas de variación interanual calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad.

retirada gradual de algunas de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera. Así, la última operación de financiación a un año se celebró el pasado mes de diciembre y las subastas a seis meses expirarán en marzo.

Durante el cuarto trimestre de 2009, los indicadores de tensión financiera, tanto en el ámbito global como en el área del euro, consolidaron el proceso de normalización que se había iniciado en meses anteriores. Los tipos de interés en los mercados interbancarios apenas variaron. La volatilidad y las primas de riesgo en los mercados de derivados crediticios siguieron contrayéndose y los principales índices bursátiles experimentaron ascensos moderados, al tiempo que los mercados de deuda incrementaron su actividad. Por último, los tipos de interés a largo plazo siguieron una trayectoria ligeramente ascendente. En la parte transcurrida de 2010, se ha observado, en cambio, un ligero repunte de la inestabilidad financiera, con retrocesos en los índices bursátiles, aumentos moderados de las primas de riesgo crediticio y, en el contexto de mayor preocupación por el riesgo soberano, una ampliación en la UEM de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas a largo plazo frente a la referencia alemana. A principios de febrero, el IBEX 35 se situaba un 7,9% por debajo del nivel de cierre de 2009 (tras haber acumulado ganancias del 29,3% en 2009), y el diferencial de rentabilidad a diez años de la deuda pública española con la deuda soberana alemana, en 85 puntos básicos (pb).

En España, los costes de financiación de los hogares y de las sociedades experimentaron nuevos descensos, lo que fue compatible, no obstante, con el mantenimiento de elevadas primas exigidas en las categorías de mayor riesgo, y los criterios de concesión de créditos comportaron un grado de restricción similar al de trimestres previos, más estricto, en todo caso, que el que se aplicaba al inicio de la crisis financiera. En el mercado inmobiliario, según los datos que proporciona el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre siguió descendiendo durante el cuarto trimestre de 2009, pero lo hizo a menor ritmo que los meses precedentes, con tasas de disminución interanual del 6,3% (0,6% en tasa intertrimestral).

A pesar de esta relativa mejoría en las condiciones financieras y en el entorno internacional, el gasto de los hogares continuó mostrando un tono de debilidad, si bien el componente



FUENTE: Banco de España.

a. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

b. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

c. Datos acumulados de cuatro trimestres.

de consumo mostró un leve repunte, que cabría asociar principalmente a los efectos del plan de ayudas directas a la adquisición de automóviles (Plan 2000E). Así, se estima que esta variable habría detenido su trayectoria descendente en el período de octubre-diciembre, tras casi dos años de tasas intertrimestrales negativas, finalizando el ejercicio con una caída interanual del 3,6%. Como resultado de este proceso, en la media de 2009, el consumo de las familias fue de nuevo el componente de la demanda interna que más contribuyó a la caída del PIB.

Como ya se ha señalado en otras ocasiones, resulta difícil explicar el drástico recorte del consumo a partir de la evolución de sus determinantes más fácilmente cuantificables (véase, por ejemplo, el recuadro 4 en el «Informe trimestral de la economía española», del *Boletín Económico* de octubre de 2009). Por un lado, la renta disponible mantuvo en 2009 crecimientos positivos, aunque moderados, sustentada en las voluminosas transferencias de renta realizadas por las AAPP, la disminución de los intereses pagados y la caída en los precios de consumo, que

compensaron el retroceso de las rentas salariales. Por otro lado, la riqueza de los hogares ralentizó su trayectoria de caída en 2009 como consecuencia del mejor comportamiento de los mercados bursátiles y del menor retroceso de los precios inmobiliarios. La intensa respuesta del consumo debe, por tanto, atribuirse a factores vinculados a la incertidumbre de la actual coyuntura, en particular, en relación con el mercado laboral, que habría impulsado el ahorro por motivo precaución, así como la percepción de los hogares sobre la necesidad de sanear su posición patrimonial. Solo atendiendo a estas consideraciones cabe explicar el rápido incremento de la tasa de ahorro, que en el tercer trimestre de 2009 se situó en el 18,7% de la renta disponible, en datos acumulados de cuatro trimestres, cifra que representa un incremento de 8,3 pp, desde el mínimo alcanzado en el tercer trimestre de 2007, y que marca un nuevo máximo histórico.

La inversión residencial cayó nuevamente en el último trimestre, con una tasa de descenso interanual de casi el 25%, aunque también en este caso se empiezan a percibir signos de ralentización de las tendencias contractivas. Si bien muchos de los factores que deprimen la demanda de vivienda siguen presentes —en particular, el deterioro de las rentas y la incertidumbre en torno a la situación del mercado laboral—, continúan las mejoras en los niveles de accesibilidad, lo que podría impulsar la demanda de vivienda y contribuir a acelerar la absorción del exceso de capacidad que necesita el sector para recuperar la actividad.

Con este trasfondo de debilidad del gasto y sin apenas modificaciones en las condiciones de acceso a la financiación, que en conjunto continúan siendo restrictivas, la deuda de los hogares siguió contrayéndose, en un 0,3% en noviembre en términos interanuales, si bien habría registrado avances ligeramente positivos en comparación con el trimestre precedente. Esta evolución, junto con el estancamiento de las rentas, hace prever una cierta estabilización de la ratio de endeudamiento en el cuarto trimestre, en niveles, en todo caso, por debajo del máximo que se alcanzó a finales de 2008. Otros indicadores de la posición patrimonial de las familias dieron muestras de mejoría, en particular, la carga financiera, que continuó reduciéndose, y la mayor capacidad de ahorro de las familias, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda, que se situó en los niveles más elevados desde mediados de los noventa. Con todo, el empeoramiento de la situación macroeconómica se dejó sentir en nuevos aumentos de la ratio de morosidad.

La puesta en marcha de proyectos de inversión por parte de las empresas experimentó, por su parte, una cierta recuperación, aunque muy localizada en aquellos componentes de la inversión que se han podido acoger a los planes de estímulo del Gobierno (adquisición de material de transporte y colaboración en proyectos de obra civil), dado que las condiciones globales para acometer este tipo de gasto no mejoraron de forma perceptible, en un entorno en el que las perspectivas de recuperación de la demanda siguieron siendo débiles y en que los beneficios habrían continuado contrayéndose. En el período de octubre-diciembre se estima un nuevo repunte de la inversión en equipo, con lo que la caída interanual de este tipo de inversión se habría recortado hasta el entorno del -18% (6 pp más alta que la del tercer trimestre).

En el contexto descrito, la deuda de las empresas continuó desacelerándose hasta noviembre, hasta registrar una tasa de variación prácticamente nula en términos de su comportamiento interanual, y negativa (en el entorno del -6%) cuando se evalúa la trayectoria más reciente. Como en el caso de las familias, las señales que proporcionan los indicadores de posición patrimonial de las sociedades no financieras son dispares. Debido a la debilidad de las rentas empresariales, no cabe prever nuevos recortes en la ratio de endeudamiento en el último trimestre de 2009, pero prosigue la reducción de los gastos financieros, lo que, a

diferencia de lo ocurrido en otros ciclos recesivos, está contribuyendo a amortiguar el descenso de los resultados empresariales, y se están reduciendo de forma drástica las necesidades de financiación. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales para el tercer trimestre, las necesidades de financiación de las sociedades no financieras se habrían situado en el -3,6% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres (-7,6% del PIB en 2008).

La actuación de las AAPP en los meses finales del ejercicio siguió teniendo un carácter marcadamente expansivo, que fue el resultado de la actuación de los diferentes planes de apoyo a la actividad, ya mencionados, del efecto de las reducciones impositivas y de otras medidas que se introdujeron en 2008 y que siguieron desplegando sus efectos en 2009. A todos estos factores se sumaron los efectos de la debilidad cíclica que activó los estabilizadores automáticos y la pérdida de ingresos extraordinarios tras el desplome en el sector residencial, dando lugar a un deterioro extraordinario de las cuentas públicas, que pasaron de un déficit del 4,1% del PIB en 2008 a un saldo negativo que podría ascender al 11,4% en 2009, según la actualización del último Programa de Estabilidad (2009-2013), que se presentó el pasado 29 de enero. El anuncio del Programa de Estabilidad ha sido acompañado por la ratificación del compromiso de alcanzar los objetivos de estabilidad presupuestaria, de acuerdo con los horizontes temporales fijados por las autoridades comunitarias para ajustarse al cumplimiento del Pacto por la Estabilidad y el Crecimiento en las actuales circunstancias excepcionales, que, en esencia, exige reducir el déficit público al 3% del PIB en 2013. Para ello, el Gobierno ha anunciado recortes del gasto público para el conjunto de las AAPP de 50.000 millones de euros a lo largo del período. Para 2010, en concreto, ha asumido un recorte del gasto adicional equivalente al 0,5% del PIB, a lo que se uniría el aumento en los ingresos por la reversión de los efectos temporales de algunas de las medidas expansivas tomadas en estos últimos ejercicios, así como por las subidas programadas para el IRPF, el IVA y la imposición del ahorro. Adicionalmente, para el resto del horizonte del Programa de Estabilidad, el Consejo de Ministros acordó un Plan de Austeridad 2011-2013, que plantea un recorte generalizado del gasto equivalente al 2,6% del PIB en el conjunto del período.

Por lo que se refiere a los intercambios con el resto del mundo, la información disponible, todavía incompleta, indica que en los meses finales del ejercicio la demanda exterior neta volvió a mitigar el impacto de la contracción del gasto interno sobre la actividad, con una aportación positiva, de 2 pp del PIB, inferior en todo caso a la de los trimestres previos, en un contexto de recuperación del comercio de bienes y servicios turísticos. Tras este resultado, y en un año en el que los flujos de comercio estuvieron sujetos a grandes convulsiones, sobre todo en los primeros meses del ejercicio, el sector exterior jugó el papel amortiguador que había desempeñado en recesiones pasadas. Como entonces, el desencadenante de esta mejoría ha sido el recorte de las importaciones, fruto del retroceso de la demanda interna; sin embargo, en la situación actual, la posibilidad de que la demanda externa pueda actuar, en un futuro inmediato, como soporte de la recuperación requeriría un fortalecimiento de las exportaciones que, en ausencia de posibles ajustes cambiarios, solo puede descansar en la mejora de la competitividad de las empresas españolas.

En el contexto descrito, las necesidades de financiación de la nación habrían seguido disminuyendo en los meses finales del ejercicio, tras haberse situado en el tercer trimestre en el 5,8% del PIB, en términos acumulados de cuatro trimestres, de modo que, en el promedio del año, habrían alcanzado el 4,7% del PIB, ratio un 50% inferior a la de 2008. Por sectores institucionales, la corrección del desequilibrio exterior estuvo motivada por el aumento de la capacidad de financiación de las familias y de las empresas (de en torno a 12 pp en el promedio anual), ya que el sector de las AAPP amplió en algo más de 7 pp su posición deficitaria.

Por el lado de la oferta, durante el cuarto trimestre se produjeron descensos en el valor añadido en todas las ramas productivas de la economía de mercado —inferiores, no obstante, a los del trimestre previo—, excepto en los servicios de mercado, donde por segundo trimestre consecutivo se habría registrado un moderado repunte. Por otra parte, la finalización de algunos de los proyectos ligados al Fondo Estatal de Inversión Local ralentizó el repunte en el segmento de construcción no residencial, mientras que la edificación residencial habría mantenido su trayectoria descendente, en un contexto en el que el exceso de capacidad permanece en niveles elevados. Tras este cierre de año, los mayores retrocesos del valor añadido en 2009 se produjeron en la industria (con una caída estimada del 14%) y en la construcción (-6%).

El ritmo de destrucción de empleo en los meses finales de 2009 también se aminoró, como resultado, principalmente, de un comportamiento algo menos negativo de los servicios de mercado y, en menor medida, de la industria, mientras que en la construcción se ralentizó la mejora observada los dos trimestres anteriores, por los motivos ya señalados. En el conjunto del año, el ritmo de destrucción de puestos de trabajo alcanzó cotas inéditas, con un descenso medio estimado del 6,7%, al que contribuyeron todas las ramas de actividad. En este contexto, la tasa de paro, según la EPA, experimentó un notable aumento —hasta alcanzar el 18% de la población activa (13,9% en el trimestre final de 2008)—, a pesar del drástico cambio en la dinámica de la oferta laboral, sobre la que repercutió la significativa reducción de los flujos de entradas netas de inmigrantes, así como la moderación de la tasa de participación por las peores condiciones del mercado laboral. La contracción del empleo fue muy superior al retroceso de la producción, con lo que se produjo un notable incremento de la productividad aparente del trabajo, recuperación que, no obstante, tiene un componente cíclico importante, por lo que no se puede extrapolar al futuro. Por otra parte, el grueso del ajuste del empleo incidió sobre la contratación temporal, con lo que la ratio de temporalidad se fue reduciendo a lo largo del año, hasta alcanzar en el último trimestre una tasa del 25,1%.

Los costes laborales, por su parte, mostraron una cierta moderación, aunque insuficiente desde el punto de vista de la magnitud del ajuste del empleo y de la evolución de los precios finales. Los convenios colectivos en 2009, que se firmaron en ausencia de un Acuerdo Interconfederal de Negociación colectiva por primera vez en muchos años, incorporaron un incremento de las tarifas salariales del 2,6%, un punto inferior al del ejercicio de 2008, reflejando la contención de la inflación en los meses finales de 2008. En este mismo sentido incidió la no aplicación de la cláusula de salvaguarda a lo largo de 2009. Con todo, la remuneración por asalariado se incrementó en el conjunto del ejercicio a una tasa del 4,1% para el total de la economía, lo que representa un avance de los costes laborales reales muy sustancial y en fuerte contradicción con la situación de grave recesión económica y fuerte aumento del paro que atraviesa la economía. No obstante el excepcional crecimiento de la productividad ayudó a moderar el comportamiento de los costes laborales por unidad de producto, que apenas crecieron en 2009 (0,7%, frente a un 4,6% en 2008).

Por último, la inflación respondió con intensidad a la debilidad de la demanda, a lo que se sumó el impacto desinflacionista que ejerció el descenso de los precios de los productos energéticos en relación con los niveles del año anterior, factor, este último, que contribuyó a que el IPC registrara crecimientos negativos en los meses centrales del año. Del comportamiento de los precios en 2009 hay que destacar, en particular, la corrección de la inflación subyacente, que aumentó tan solo un 0,8% en el promedio del año, y, dentro de esta, el recorrido bajista de los precios de los servicios, que históricamente se habían mostrado poco sensibles a la situación cíclica. Hay que señalar, asimismo, que la moderación de los precios fue superior a la de la zona del euro, lo que permitió que los diferenciales de precios fueran negativos durante la mayor parte del año (en diciembre fue igual a cero), por primera vez

desde el inicio de la UEM. De cara a los próximos trimestres, para los que se espera un repunte en los precios de consumo, sería muy importante preservar diferenciales de inflación favorables a la economía española. Ello contribuiría a obtener las mejoras de competitividad necesarias para poder apoyarse en la demanda externa y favorecer la reasignación de los recursos excedentes del sector inmobiliario. Y, para ello, es preciso acometer las reformas en los mercados de factores, bienes y servicios que permitan consolidar esta pauta de moderación, en la línea marcada por el Anteproyecto de la Ley de Economía Sostenible, que subraya la importancia de la instrumentación de políticas de oferta y de reforma estructural que permitan recuperar una senda de crecimiento sostenido a largo plazo.

Las reformas estructurales constituyen, junto con la consolidación presupuestaria, el principal instrumento con el que cuenta la economía para superar la crisis y restablecer el crecimiento y la generación de empleo. A esta necesidad responde el hecho de que el Gobierno haya acompañado sus compromisos de austeridad para asegurar la recuperación de una senda hacia la estabilidad de las finanzas públicas con algunas propuestas de reformas, pendientes de concretar en un futuro muy inmediato. Entre ellas, tendrán especial trascendencia las referidas a la sostenibilidad del sistema de pensiones, donde se ha anunciado un aumento gradual de la edad de jubilación, que puede contribuir de manera significativa al equilibrio financiero del sistema público de pensiones, y las referidas al funcionamiento del mercado de trabajo.

2 Entorno exterior del área del euro

Durante el cuarto trimestre de 2009 y el inicio de este año prosiguió la recuperación de los mercados financieros y de la actividad, al tiempo que las perspectivas económicas siguieron mejorando. No obstante, se perciben de modo creciente ritmos diferenciados en el proceso, tanto entre países y regiones (donde las áreas con mayor dinamismo son Asia emergente, a nivel global, y Estados Unidos, entre las principales economías industrializadas) como entre segmentos de financiación al sector privado, en tanto que la fuerte desaceleración del crédito bancario supone un contrapunto al dinamismo de las emisiones de deuda corporativa. Todo ello en un entorno en el que las tasas de inflación han repuntado de modo acusado, debido a los efectos base que comprimían, hasta el verano, las tasas interanuales. A pesar de la mejora de la situación económica y financiera, la salida de la crisis sigue rodeada de incertidumbre, ya que la recuperación de la actividad se ha visto impulsada por factores de naturaleza temporal, como el cambio en el ciclo de acumulación de existencias y los programas de estímulo fiscal. Además, el necesario empuje de la demanda del sector privado continúa aún lastrado por la debilidad del mercado laboral y la atonía del crédito bancario. En este contexto, en los últimos meses se ha incrementado la percepción de riesgo que el deterioro de las finanzas públicas en las economías avanzadas supone para la recuperación y la estabilidad financiera.

El contexto de mejoría de las perspectivas económicas contribuyó a una evolución favorable de los mercados financieros en el último trimestre, pese a algunos episodios que generaron cierta inestabilidad y pérdidas temporales en las bolsas, como la reestructuración de la deuda de algunas empresas de propiedad pública en Dubai. Más recientemente, las acciones adoptadas por las autoridades chinas para frenar el crecimiento del crédito y moderar la fuerte reactivación de esa economía, los anuncios sobre modificaciones en el marco de política financiera y regulatoria en Estados Unidos, que, de llevarse a cabo, podrían tener profundas consecuencias sobre la configuración de su sistema financiero, y la percepción de intenso deterioro en la situación fiscal de Grecia, que ha irradiado hacia otros países europeos, se han reflejado en una mayor aversión al riesgo. Otro elemento que ha condicionado la evolución financiera ha sido el incipiente proceso de retirada de las medidas de apoyo de los Gobiernos al sector financiero — que está procediendo hasta ahora de manera ordenada, como se detalla, para el caso de Estados Unidos, en el recuadro adjunto —. De forma más general, a pesar de los riesgos mencionados anteriormente en torno a la sostenibilidad de las finanzas públicas, el repunte moderado de los tipos de interés a largo plazo en Estados Unidos, Reino Unido y Japón que se observó a partir de diciembre estaría más bien relacionado con la mejora de las perspectivas de actividad. En los mercados cambiarios, destacó la evolución del dólar, que a mediados del trimestre inició su apreciación frente a las principales monedas de las economías desarrolladas, en particular frente al euro.

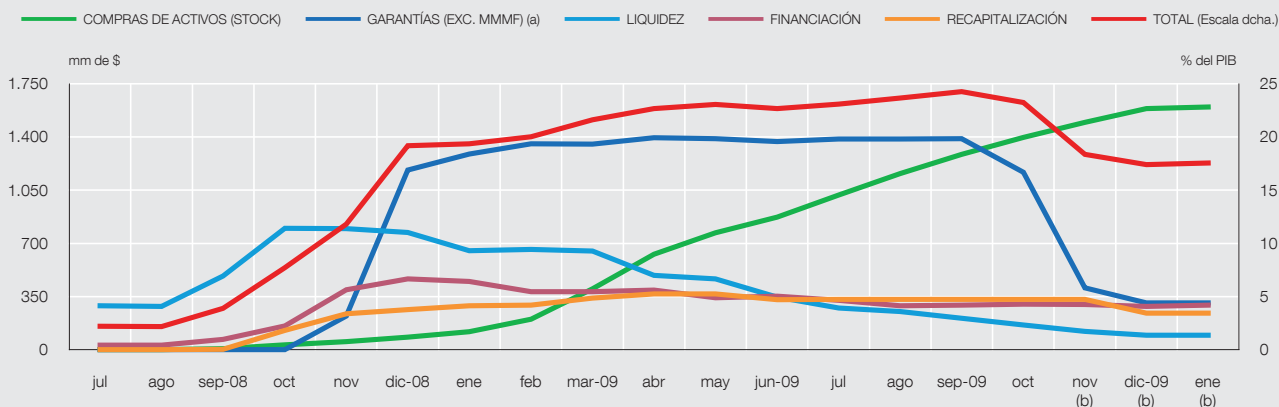
Los mercados de las economías emergentes también mantuvieron una tendencia alcista durante la mayor parte del trimestre, derivada de la mejoría de sus perspectivas económicas y de los bajos tipos de interés en las economías desarrolladas. En líneas generales, estos dos factores, unidos al incremento del apetito por el riesgo y, en algunos casos, a las expectativas de apreciación del tipo de cambio, han impulsado un intenso flujo de entrada de capitales — que ha llevado a algunos países a adoptar o reinstaurar medidas para contrarrestarlas —, al tiempo que se siguieron registrando descensos de sus diferenciales soberanos, hasta mediados de enero. En cuanto a las materias primas, el precio del petróleo tipo Brent osciló ligeramente alrededor de los 75 dólares por barril a lo largo del trimestre, mientras que el precio del oro alcanzó máximos históricos si bien su precio se moderó ligeramente a finales del trimestre.

Los mercados financieros internacionales se han ido recuperando progresivamente del desplome que sufrieron tras el colapso de Lehman Brothers en septiembre de 2008. El punto de inflexión se observó hacia marzo del año pasado y su comportamiento favorable se ha ido afianzando —con algún altibajo— al hilo de la progresiva mejoría de las perspectivas económicas mundiales y de la consecución

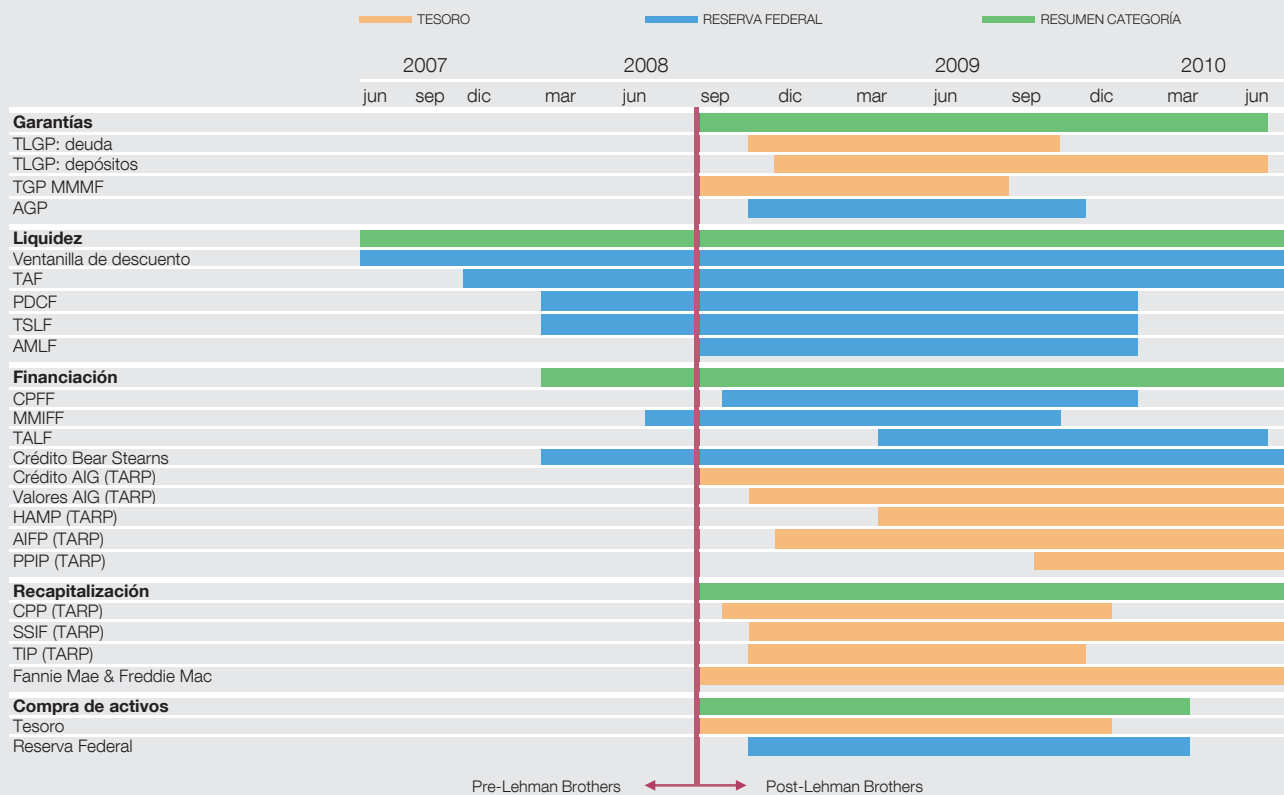
de resultados mejores que los esperados por parte de las instituciones financieras y no financieras a partir del segundo trimestre de 2009.

En el proceso de estabilización de los mercados y de la mejora de la confianza, ha jugado un papel fundamental el masivo apoyo otorgado

1 RECURSOS COMPROMETIDOS POR LAS AUTORIDADES DE ESTADOS UNIDOS ENTRE JULIO DE 2008 Y ENERO DE 2010



2 VIGENCIA DE LAS MEDIDAS DE SOPORTE PÚBLICO EN ESTADOS UNIDOS



FUENTES: Reserva Federal, Tesoro de los Estados Unidos y Banco de España

a. En el caso de las garantías, se excluyen las concedidas a Money Market Mutual Funds.
 b. Debido al retardo en la publicación de algunos informes, los datos de noviembre a enero se apoyan en determinados supuestos.

por las autoridades en las primeras fases de las crisis. Este apoyo se materializó en un abanico muy amplio de medidas, cuyos rasgos básicos fueron: i) provisión de liquidez, prácticamente ilimitada, a las entidades financieras por parte de los bancos centrales; ii) abundante financiación a los segmentos financieros y no financieros más afectados por la crisis; iii) recapitalización de las instituciones en dificultades; iv) extensión de garantía pública a la emisión de deuda bancaria y, posteriormente, a una parte de la cartera de activos de algunas instituciones, y v) compra de activos dañados o de bonos públicos con el fin de reducir los costes de financiación a largo plazo. En el gráfico y cuadro que acompañan este recuadro se agrupan estas medidas en las cinco categorías identificadas, y en ellas se puede observar la vigencia, el uso y la magnitud de tales apoyos en Estados Unidos.

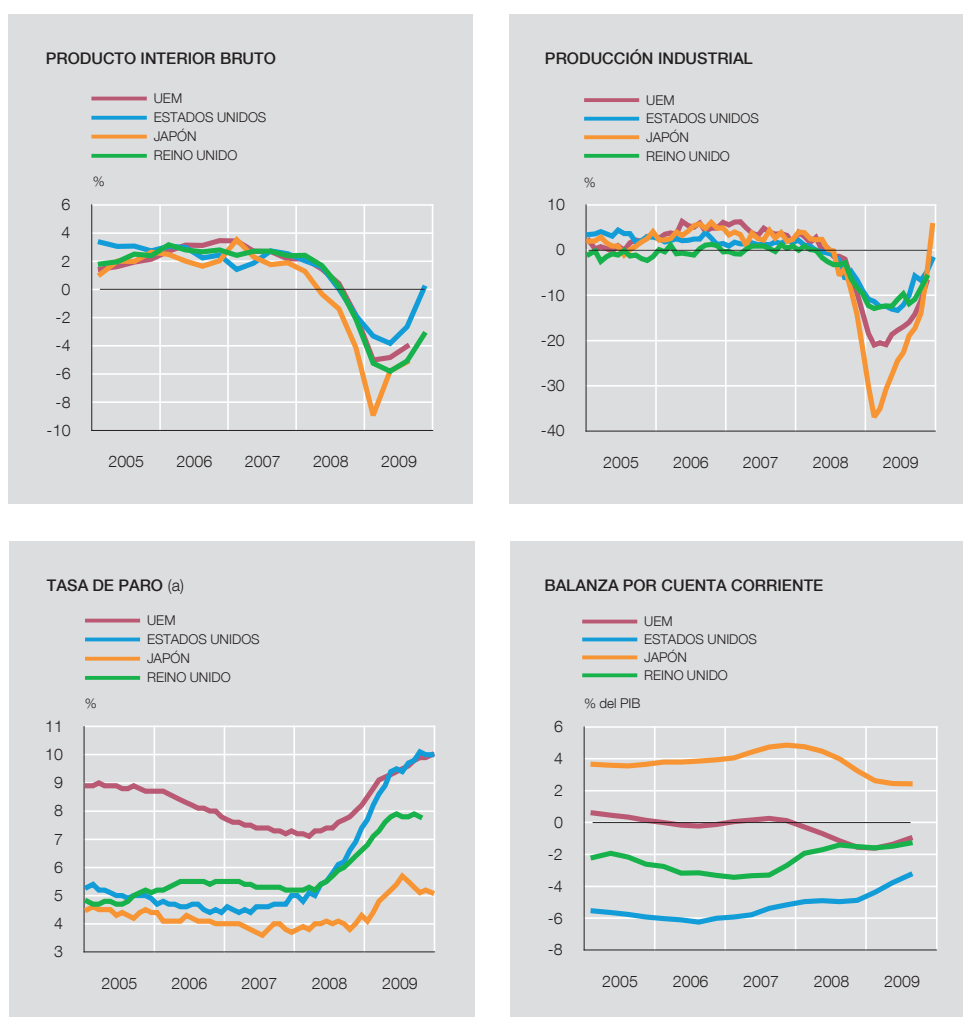
Aunque ya antes de septiembre de 2008 se habían ampliado las facilidades de liquidez de la Reserva Federal y se habían dado casos puntuales de apoyo financieros (Bearn Stearns en marzo de 2008), es a partir de la quiebra de Lehman Brothers cuando se instrumenta el grueso de las medidas mencionadas. Como se muestra en el cuadro¹, que recoge el período de vigencia de las medidas adoptadas por el Tesoro y la Reserva Federal, entre septiembre y octubre de 2008 la mayoría de medidas estaban ya en vigor, si bien se fueron desplegando progresivamente y se sumaron algunas otras, a un ritmo mucho más pausado. Las facilidades de liquidez constituyeron al principio el apoyo más cuantioso y propiciaron una fuerte expansión del balance de la Reserva Federal; las garantías fueron activadas rápidamente tras la crisis y la recapitalización de entidades alcanzó una gran relevancia —aunque el monto implicado fue relativamente reducido— con la puesta en marcha del programa TARP (Capital Purchase Program, según su denominación anglosajona) del Tesoro y otros apoyos específicos en el primer trimestre de 2009, mientras que los programas de financiación, tanto de la Reserva Federal como del Tesoro, se fueron utilizando paulatinamente a lo largo de ese mismo año. Por último, las compras de activos, en las que también participaron ambas instituciones, han ido creciendo en importancia, relativa y absoluta, a partir de febrero de 2009.

En el contexto de recuperación de muchos segmentos de los mercados financieros se observa una estabilización en el uso de los apoyos a partir de abril de 2009 —cuando el total de recursos desplegados superaba los tres billones y medio de dólares (cerca del 25% del PIB)— y un paulatino descenso a partir de noviembre. La secuencia de repliegue de las medidas ha sido, en general, si-

milar a la de su implementación, aunque a un ritmo mucho más contenido: así, la estabilización de la situación financiera propició un menor uso de las facilidades de liquidez a corto plazo, cuyo coste empezó a ser superior al proporcionado por unos mercados menos tensionados. Así, a pesar de que las autoridades estadounidenses tienen programada la expiración de las medidas de liquidez en febrero de 2010, muchas de las ayudas de emergencia prácticamente dejaron de utilizarse durante el verano de 2009. Las emisiones de deuda bancaria con garantía pública perdieron fuerza ya a finales de 2008 y dejaron de utilizarse en octubre, con la expiración del programa, si bien otro tipo de garantías (cuentas de transacción y garantías de activos) siguieron utilizándose intensamente hasta el último trimestre de 2009. Actualmente, la mayoría de ellas han expirado, como se observa en el cuadro. Algunas facilidades de financiación —varias de las cuales expiran en febrero de 2010— han visto reducida su demanda en los últimos meses. Los fondos de recapitalización han sido devueltos por algunas entidades financieras, en particular las grandes, a medida que accedían a la financiación del mercado; no obstante, se mantienen en otras muchas de tamaño más reducido. Por el contrario, otras facilidades de financiación y recapitalización aún mantienen su vigencia y resultan importantes, como el programa de modificación y refinanciación hipotecaria, la recapitalización de las agencias de titulización hipotecaria, Fannie Mae y Freddie Mac, o la inyección de capital en la aseguradora AIG. Por último, las compras de activos —que se computan en términos acumulados o de *stock* en el gráfico— han mantenido un ritmo bastante elevado hasta finales del año pasado, aunque algunas facilidades ya han expirado y otras están cerca de hacerlo. Por ejemplo, en Estados Unidos el Tesoro ha finalizado su programa de compras de activos de titulización hipotecaria (MBS) de Fannie Mae y Freddie Mac, y la Reserva Federal tiene previsto finalizar las compras de estos activos en marzo, mientras que ya completó las compras de bonos del Tesoro. No obstante, los activos se mantendrán previsiblemente durante bastante tiempo en poder del sector público, lo que implicará entre otras cosas, que el balance de la Reserva Federal seguirá estando muy sobredimensionado, respecto a su tamaño antes de la crisis.

En definitiva, la desactivación de las medidas de apoyo a los mercados e instituciones financieras se está produciendo de forma ordenada, selectiva y a ritmos diferenciados por segmentos de mercado, en paralelo con la mejora del funcionamiento de estos y a medida que su demanda disminuye. No obstante, el monto de los recursos utilizados aún se situaba al final del año pasado en torno a los dos billones y medio de dólares, más del 17% del PIB. A pesar del repliegue de los apoyos, el hecho de que algunas de estas medidas se sigan utilizando con cierta intensidad en segmentos específicos —por ejemplo, en el de titulización hipotecaria en Estados Unidos— en un contexto de fragilidad subyacente en el sistema financiero requiere una notable cautela y prudencia en la gestión de su retirada.

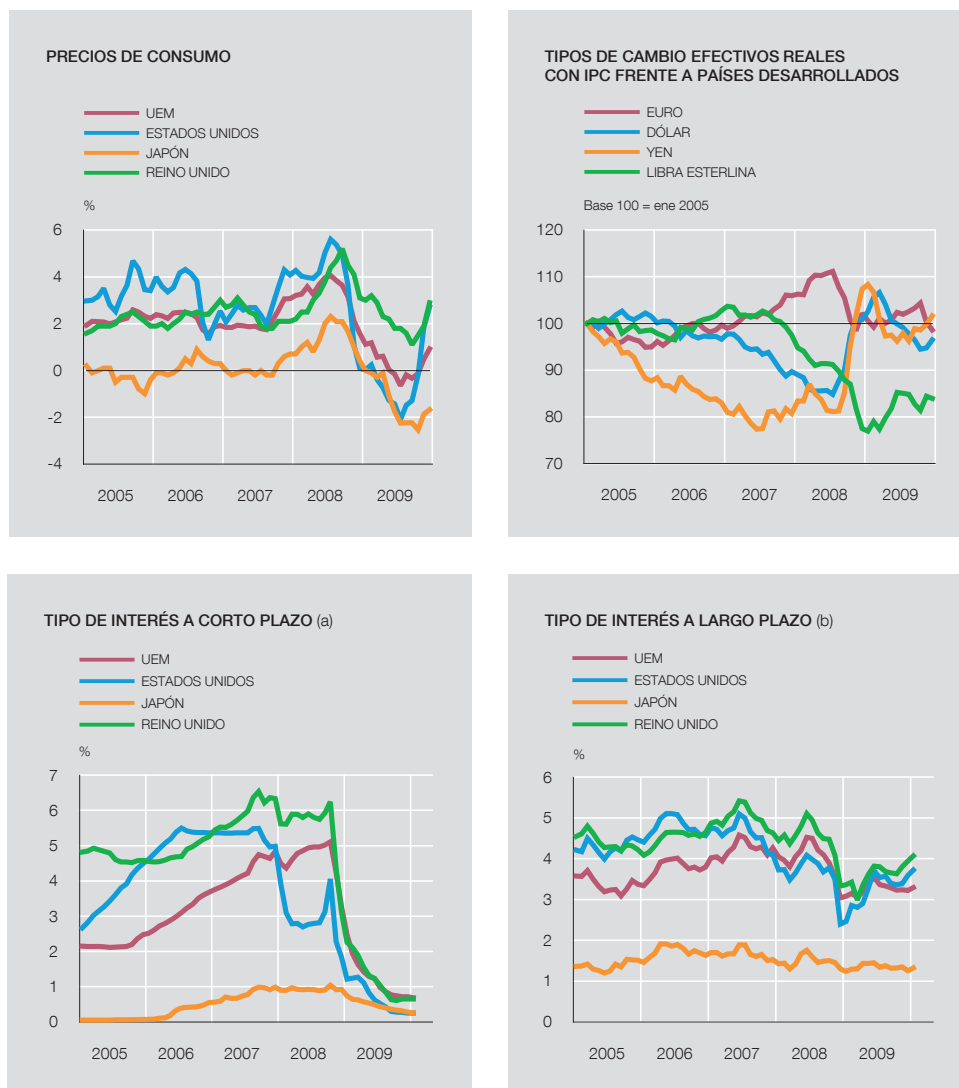
1. Las filas del cuadro se corresponden con los programas instrumentados en cada ámbito de acción. Una explicación detallada queda fuera del ámbito de un recuadro. Para una información pormenorizada, véase *US Treasury Department Troubled Assets Relief Program Monthly Congressional Report* (enero 2010), *Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet* (enero 2010) y *FDIC Quarterly Banking Profile* (septiembre 2009).



FUENTES: Banco de España, estadísticas nacionales y Eurostat.

a. Porcentaje de la población activa.

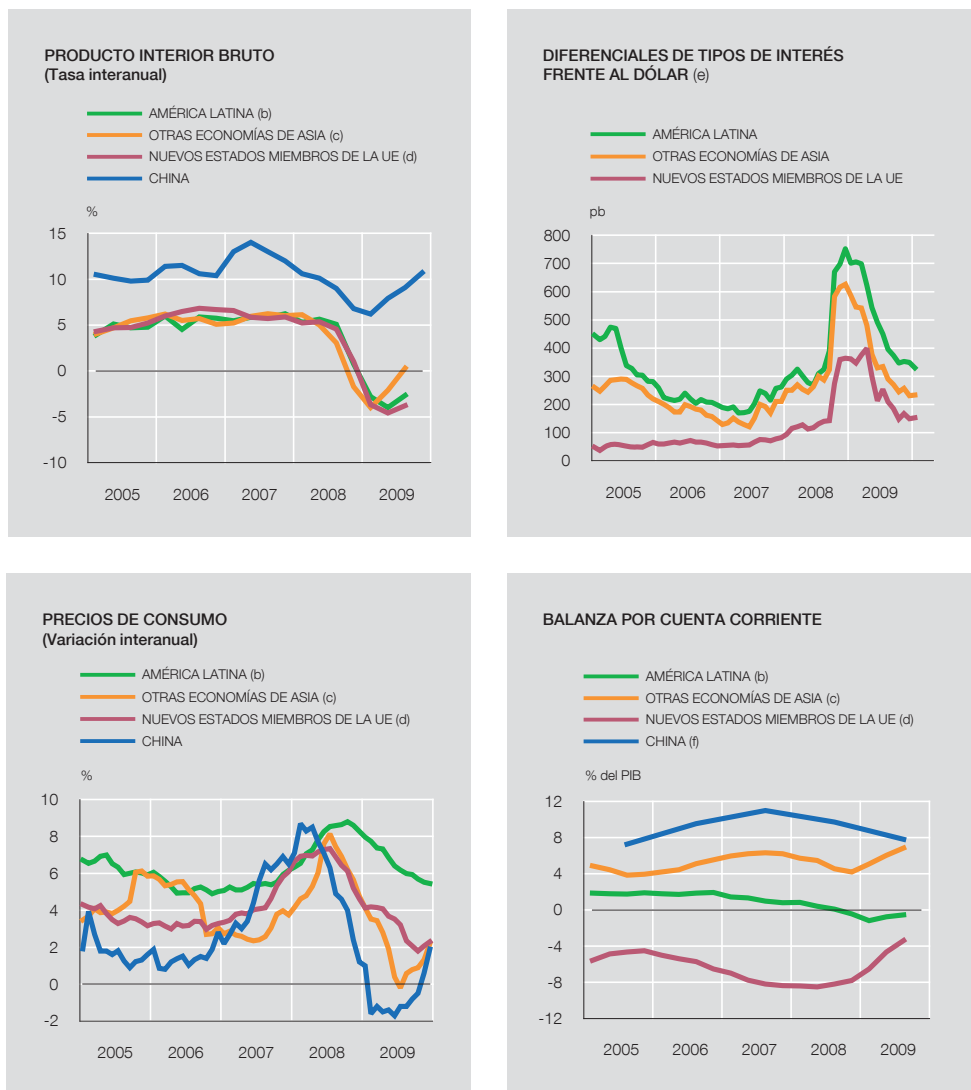
En Estados Unidos, la primera estimación del PIB en el cuarto trimestre mostró un crecimiento del 1,4% trimestral (-5,7% en tasa anualizada), superior al incremento del 0,6% del tercero, derivado en gran medida de la favorable evolución de las existencias y del efecto de los estímulos fiscales sobre la demanda agregada. De este modo, en el conjunto de 2009 la economía estadounidense se contrajo un 2,4% respecto al año anterior. Esta primera estimación del PIB del cuarto trimestre confirma los datos favorables de mayor frecuencia publicados hasta enero. Por un lado, los indicadores de oferta mostraron avances significativos, mientras que la evolución de los indicadores de demanda —consumo personal y confianza del consumidor— fue también positiva, pero débil. Por su parte, los indicadores del mercado inmobiliario apuntaron cierta fragilidad en la incipiente recuperación. Respecto al mercado de trabajo, la destrucción de empleo fue menor que en trimestres previos, pese a lo cual la tasa de paro aumentó hasta el 10% en diciembre. En cuanto a los precios, el IPC pasó de registrar tasas interanuales negativas, en octubre, a crecer un 2,7% interanual en diciembre, mientras que la tasa de inflación subyacente se mantuvo relativamente estable. En este contexto, en su reunión de enero, la Reserva Federal mantuvo inalterado el tipo de interés oficial y el objetivo de compras de activos. Por lo que respecta a las medidas extraordinarias de apoyo financiero, como se describe en el recuadro, buena parte de ellas se mantienen en funcionamiento, aunque su demanda se ha reducido, expiraron algunas de ellas e importantes entidades devolvieron el dinero destinado a su recapitalización.



FUENTE: Banco de España.

- a. Tipos de interés a tres meses en el mercado interbancario.
- b. Rendimientos de la deuda pública a diez años.

En Japón, el PIB del tercer trimestre se expandió un 0,3% trimestral (-5,1% interanual), inferior al 0,7% del trimestre anterior, sustentado fundamentalmente en la favorable evolución de la demanda externa. En el cuarto trimestre, la economía mantuvo el desfase entre el dinamismo de la demanda externa y la debilidad de la demanda interna, de forma que las exportaciones prosiguieron su mejora, mientras que los indicadores de consumo e inversión privada no acabaron de consolidarse. Además, los indicadores de oferta mostraron cierto freno en su proceso de mejora, que también se observó en el deterioro de las expectativas de las grandes empresas. Con todo, en diciembre el paro disminuyó dos décimas respecto a septiembre, hasta el 5,1%. Los precios al consumo y al por mayor continuaron cayendo en términos interanuales, aunque con menor intensidad. En este contexto, el Banco de Japón mantuvo el tipo de interés oficial, pero decidió crear una nueva facilidad de préstamo con colateral por un monto equivalente al 2% del PIB. Por otro lado, el Gobierno anunció nuevas medidas de estímulo fiscal —con un impacto estimado en torno a un 1,5% del PIB—, destinadas, entre otros fines, al fomento del empleo y a la adopción de tecnologías menos contaminantes, aunque incluyen la reasignación de fondos de planes previos.



FUENTES: Estadísticas nacionales y JP Morgan.

a. El agregado de las distintas áreas se ha calculado utilizando el peso de los países que las integran en la economía mundial, según información del FMI.

b. Argentina, Brasil, Chile, México, Colombia, Venezuela y Perú.

c. Malasia, Corea, Indonesia, Tailandia, Hong Kong, Singapur, Filipinas y Taiwán.

d. Polonia, Hungría, República Checa, Estonia, Letonia, Lituania, Bulgaria y Rumanía.

e. Diferenciales del EMBI de JP Morgan. Los datos de los nuevos Estados miembros de la UE corresponden a Hungría y Polonia. El agregado de Asia no incluye a China.

f. Datos anuales.

En Reino Unido, de acuerdo a la estimación preliminar, el PIB del cuarto trimestre creció un 0,1% trimestral (-3,2% interanual), frente a la caída del 0,2% del tercer trimestre. De este modo, en el conjunto de 2009 el PIB se contrajo un 4,8% respecto a 2008. El cambio de tendencia en el cuarto trimestre refleja la leve recuperación que se apuntaba en los indicadores de mayor frecuencia aparecidos hasta finales de enero. Sin embargo, el mercado laboral mostró cierta debilidad y la tasa de paro se mantuvo en el 7,8% en los tres meses hasta noviembre. A ello se une la atonía del crédito bancario, en especial el destinado a las pequeñas y medianas empresas y a los hogares, con la excepción de los préstamos para la compra de vivienda, que reflejan la estabilización observada en el mercado inmobiliario. La tasa de inflación aumentó en 1,8 pp en el trimestre, hasta el 2,9% interanual en diciembre, muy por encima del objetivo oficial del 2%, si bien este aumento se considera transitorio. En este contexto,

el Banco de Inglaterra mantuvo inalterados el tipo de interés oficial, en el 0,5%, y el programa de compra de activos, en su reunión de enero.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB del tercer trimestre moderó su caída en comparación con el trimestre anterior, al pasar de un -4,5% a un -3,6% interanual, en promedio, gracias a la mayor aportación del sector exterior, mientras que la demanda interna continuó deprimida en la mayoría de los casos —especialmente en los países bálticos—. No obstante, siguió observándose una gran diversidad por países, desde un crecimiento del 1,7% interanual en Polonia hasta una caída del -19% en Letonia. Los indicadores del cuarto trimestre muestran un repunte de la producción industrial, impulsada por las exportaciones, con la consiguiente mejoría de los saldos comerciales y de la balanza por cuenta corriente. La tasa de inflación cambió su tendencia durante el trimestre y repuntó, desde un promedio del 2,7% interanual en octubre, hasta un 3,1% en diciembre, debido sobre todo a los mayores precios del combustible. En cuanto a la política monetaria, continuaron disminuyendo los tipos de interés oficiales en aquellos países donde todavía estaban en niveles elevados, como Rumanía o Hungría, y, de forma inesperada, en la República Checa, donde se redujo en diciembre en 25 pb, hasta el 1%, un nuevo mínimo histórico.

En China, el PIB del cuarto trimestre repuntó con fuerza, hasta el 10,7% interanual —8,7% para el conjunto de 2009—, basado, fundamentalmente, en los estímulos de política económica. A lo largo del cuarto trimestre, la producción industrial se aceleró considerablemente y la confianza empresarial continuó en niveles muy elevados, al tiempo que los indicadores de demanda mantuvieron un tono robusto, especialmente la inversión; también el superávit comercial se amplió sensiblemente en el trimestre, en un contexto de recuperación del comercio internacional. La acumulación de reservas internacionales —que alcanzaron los 2,4 billones de dólares a finales de 2009— fue intensa, sustentada por mayores entradas de inversión extranjera directa y de capital a corto plazo. La inflación interanual del IPC aumentó progresivamente, hasta alcanzar el 1,9% en diciembre, en un entorno de condiciones monetarias y crediticias laxas. Ante esta situación, el banco central incrementó el coeficiente de reservas bancarias en 50 pb en enero, marcando el inicio de la retirada del impulso monetario. En el resto de Asia emergente, el crecimiento del PIB en el tercer trimestre aumentó hasta el 3,9% interanual, confirmando que es la región con mayor dinamismo a nivel global. Este dinamismo se extendió al cuarto trimestre, como señala el crecimiento de la producción industrial y la notable recuperación de las exportaciones. Por su parte, los precios aumentaron paulatinamente, tras algunos meses con inflación negativa, y las políticas monetarias mantuvieron el tipo de interés inalterado, aunque se tomaron medidas para desalentar las entradas de capitales.

En América Latina, el crecimiento del PIB se aceleró en el tercer trimestre hasta el 1,3% trimestral (-2,7% interanual), frente al 0,5% del trimestre precedente (-4% interanual). La recuperación fue heterogénea, con significativas expansiones en México, Perú y Brasil, estancamiento en Argentina y caídas en Venezuela. En el cuarto trimestre, los indicadores de mayor frecuencia apuntarían, en líneas generales, a la continuidad de la senda de recuperación. La inflación prosiguió en su tónica de moderación, situándose en promedio en el 5,3% interanual en diciembre, la menor tasa en más de dos años. En este contexto, los bancos centrales de la región mantuvieron sin cambios los tipos de interés oficiales, con la excepción de Uruguay, que los redujo. En cuanto a las finanzas públicas, los saldos primarios de la región registraron un deterioro generalizado tanto por la caída de los ingresos como por el aumento del gasto. Además, en Argentina se produjo un episodio de inestabilidad institucional derivado de la resistencia del banco central a utilizar parte de las reservas de divisas para el servicio de la deuda. Por último, Venezuela introdujo un esquema cambiario dual, que conlleva la devaluación del bolívar frente al dólar y el establecimiento de un tipo preferencial para las importaciones de alimentos y maquinaria.

3 El área del euro y la política monetaria del Banco Central Europeo

En la segunda mitad de 2009 el PIB de la zona del euro volvió a mostrar tasas de crecimiento positivas, superando así el período de intensa recesión que se había iniciado en el segundo trimestre de 2008. La paulatina estabilización de los mercados financieros —no exenta de algunos episodios de tensión localizados— y la mejora gradual del comercio exterior contribuyeron a estimular la actividad del área. No obstante, esta recuperación descansó en gran medida en factores de naturaleza transitoria, como la evolución de la variación de existencias y la acción enérgica de las políticas económicas.

Las previsiones disponibles coinciden en anticipar una senda de recuperación económica gradual, con una demanda interna débil y unas tasas de crecimiento que, al irse disipando la influencia de los factores temporales que las han impulsado, serían inicialmente más moderadas que las observadas a finales de 2009. El elevado exceso de capacidad instalada tenderá a retrasar la necesidad de nuevas inversiones, mientras que el redimensionamiento necesario en algunos sectores productivos puede seguir repercutiendo negativamente sobre el empleo. Estas desfavorables perspectivas del mercado laboral y las pérdidas acumuladas de riqueza restarán pulso al consumo privado. Todo ello, además, en un contexto en el que el sector financiero sigue inmerso en un proceso de desapalancamiento y el sector público tiene mermado su margen de maniobra por el deterioro alcanzado en sus saldos presupuestarios y se enfrenta, en un gran número de países, a la necesidad de acometer medidas ambiciosas de consolidación fiscal.

La inflación del área volvió también a valores positivos en noviembre, elevándose hasta el 1% en enero, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat. El incremento se explica en gran medida por el efecto base asociado al comportamiento pasado del precio de la energía y todas las previsiones apuntan a que la inflación en la UEM permanecerá en tasas moderadas durante un período prolongado de tiempo. En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE ha mantenido los tipos de interés oficiales desde mayo de 2009 en el 1% para las operaciones principales de financiación. Asimismo, en diciembre anunció los primeros pasos para una retirada gradual de las medidas introducidas durante la crisis, que, dada la progresiva estabilización de los mercados financieros, no resultaban ya tan necesarias como entonces. En cualquier caso, el Eurosistema continúa suministrando la liquidez que precisa el sistema en unas condiciones favorables, contribuyendo así a facilitar la financiación de las empresas y las familias del área del euro.

En el ámbito fiscal, es preciso destacar el notable deterioro experimentado por las cuentas públicas. Trece países de la zona del euro se encuentran en una situación de déficit excesivo y deberán adoptar medidas para cumplir con las recomendaciones de ajuste fiscal que el ECOFIN elaboró en noviembre y que se detallan en el recuadro 2. Las opiniones del ECOFIN se enmarcaron dentro del acuerdo que los ministros alcanzaron para garantizar que la estrategia de salida a los planes de estímulo fiscal y de apoyo al sector financiero en la Unión Europea sea coordinada y no obstaculice la incipiente recuperación económica. La senda de corrección de los desequilibrios presupuestarios será todavía compatible con un tono de la política fiscal expansivo en 2010 para el conjunto del área, y todos los países deberán realizar esfuerzos de consolidación elevados como muy tarde a partir de 2011. El cumplimiento de los compromisos dentro del marco fiscal de la UE será determinante para no debilitar la confianza de los agentes y favorecer un crecimiento sostenido de la economía.

El diseño de una estrategia de consolidación presupuestaria que permita alcanzar a medio plazo unas finanzas públicas saneadas, tal y como se acordó en la cumbre de ministros de economía de la UE (ECOFIN) celebrada el 20 de octubre de 2009, constituye uno de los principales desafíos a los que se enfrenta la política económica actual. El Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) constituye un instrumento esencial, al proporcionar herramientas que permiten señalar adecuadamente el compromiso con la estabilidad presupuestaria.

En este sentido, de acuerdo con las prescripciones del Pacto, el Consejo ECOFIN celebrado el 2 de diciembre decidió iniciar el procedimiento de déficit excesivo a ocho países del área —en concreto, Bélgica, Alemania, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia—, y revisar las recomendaciones y los plazos establecidos para aquellos que ya lo tenían abierto desde abril, es decir, Grecia, Francia, España e Irlanda. En consecuencia, en la actualidad, 13 de los 16 Estados miembros se encuentran sujetos a este procedimiento, y, de acuerdo con las últimas estimaciones de la Comisión, Chipre también superaría el 3% del PIB en 2009.

El procedimiento de déficit excesivo constituye uno de los pilares fundamentales sobre los que se asienta el PEC. Como se sabe, el objetivo final del Pacto es lograr que los Estados miembros de la

UEM mantengan «una situación presupuestaria próxima al equilibrio o en superávit en el medio plazo», al ser este un requisito esencial para el funcionamiento adecuado de la unión monetaria. Con el fin de garantizar que los distintos Estados miembros se ajustan a estos parámetros de disciplina presupuestaria, se consensuó que el Tratado de formación de la UE (actual Tratado de Lisboa) incorporase el artículo 104, que regula el procedimiento de déficit excesivo. Este procedimiento establece la obligación por parte de los Estados miembros de la UEM de evitar déficits excesivos y fija los valores de referencia que determinan su existencia. Así, con carácter general, se considera que existe un déficit excesivo cuando el déficit público supera el 3% del PIB, a menos que permanezca próximo al valor de referencia y tenga carácter excepcional (originado por una crisis severa) y transitorio. Asimismo, la ratio de deuda pública no debe sobrepasar el 60% del PIB, a menos que presente una trayectoria descendente. Por otro lado, el PDE establece los plazos y el procedimiento de supervisión aplicable a los países que incurran en déficit excesivo, proceso que contempla incluso la imposición de sanciones si no se adoptan las medidas necesarias para revertir esa situación.

Las recomendaciones que contienen los PDE abiertos en la actualidad se resumen en el cuadro 1. Por lo que se refiere a los plazos, con carácter general el PDE establece que un déficit excesivo deberá corregirse en el año posterior al que se detecta su existencia, salvo

INDICADORES FISCALES Y PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO EN LA ZONA DEL EURO

	INDICADORES DE LA POSICIÓN PRESUPUESTARIA				PROCEDIMIENTO DE DÉFICIT EXCESIVO			
	Déficit público 2009 (a)		Deuda pública 2011 (a)	Aumento del gasto asociado al envejecimiento (2010-2060) (b)	Indicadores de sostenibilidad (c)		Plazo para la corrección	Ajuste estructural exigido (% del PIB)
	Total	Ajustado de ciclo			Indicador S2	Riesgo		
Alemania	-3,4	-1,9	79,7	5,1	4,2	medio	2011-2013	0,50
Austria	-4,3	-3,3	77,0	3,3	4,7	medio	2011-2013	0,75
Holanda	-4,7	-3,2	69,7	9,4	6,9	alto	2011-2013	0,75
Italia	-5,3	-3,5	117,8	1,6	1,4	medio	2010-2012	Al menos 0,5
Bélgica	-5,9	-4,6	104,0	6,6	5,3	medio	2010-2012	0,75
Eslovenia	-6,3	-4,8	48,2	12,7	12,2	alto	2010-2013	Al menos 0,75
Eslovaquia	-6,3	-6,0	42,7	5,5	7,4	alto	2010-2013	1,00
Portugal	-8,0	-6,6	91,1	2,9	5,5	medio	2010-2013	1,25
Francia	-8,3	-7,0	87,6	2,2	5,6	medio	2010-2013	> 1
España	-11,2	-10,0	74,9	8,3	11,8	alto	2010-2013	> 1,5
Irlanda	-12,5	-9,6	96,2	8,7	15,0	alto	2010-2014	2,00
Malta (d)	-4,5	-4,2	72,5	9,2	7,0	alto	2009-2011	0,75
Grecia	-12,7	-12,6	135,4	16,0	14,1	alto	Pendiente de definir en 2010	
Área del euro	-6,4	-5,0	88,2	5,1	5,8	—	—	—
Reino Unido	-12,1	-10,5	88,2	4,8	12,4	alto	2010/2011-2014/2015	1,75

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a. Previsiones de otoño de 2009 de la Comisión Europea. Porcentajes del PIB.

b. Informe de envejecimiento de la Comisión Europea, 2009. Porcentajes del PIB.

c. Informe de sostenibilidad de la Comisión Europea, 2009. El indicador S2 mide el tamaño del ajuste estructural o permanente necesario para garantizar que se cumple la restricción intertemporal del Gobierno, esto es, que la suma de ingresos futuros garantiza la devolución de la deuda actual más el pago de todos los gastos futuros, incluidos los asociados al envejecimiento. En base a este indicador y a otros elementos más valorativos, la Comisión Europea clasifica a los países en tres grupos, según el riesgo para la sostenibilidad de las finanzas públicas sea bajo, medio o alto (columna derecha).

d. Recomendación de la Comisión Europea de enero de 2010.

en situaciones como la actual de crisis económica severa. Por ello, los ministros de Economía de la UE acordaron que la consolidación debería iniciarse con carácter general en el año 2011, aunque en aquellos casos de mayor deterioro de las cuentas públicas el año de inicio será 2010. Asimismo, para la mayor parte de los países, el plazo límite para corregir los déficits excesivos se ha fijado en 2013, salvo para Irlanda (2014) y Bélgica e Italia (2012).

En cuanto al ajuste estructural anual que cada país deberá realizar en promedio durante el período de corrección establecido, su cuantía se determina para cada país teniendo en consideración no solo su nivel de deuda y déficit, sino también su saldo por cuenta corriente, los pasivos contingentes del sistema financiero, los pagos por intereses, las primas de riesgo y los aumentos del gasto esperado asociados al envejecimiento de la población. Los PDE abiertos en la actualidad sitúan este ajuste entre los 0,5 pp exigidos a Alemania e Italia y los 2 pp de Irlanda.

El caso de Grecia constituye una excepción, ya que la Comisión concluyó que este país no había adoptado las medidas necesarias para corregir su déficit excesivo. No obstante, la situación de inestabilidad en que se ha visto inmersa esta economía ha favorecido la introducción de algunas medidas de recorte presupuestario en el mes de diciembre, que suponen un paso en la dirección adecuada para evitar la apertura de un expediente sancionador.

Finalmente, los PDE abiertos incorporan también «invitaciones» para la reforma de los sistemas de pensiones y de salud pública, orientadas a garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en aquellos casos en los que la Comisión estima que existen riesgos más elevados, de acuerdo con los resultados del *Informe de sostenibilidad* elaborado recientemente por este organismo.

En el contexto descrito, las reformas estructurales han adquirido una relevancia todavía mayor, lo que debería quedar plasmado en la próxima renovación de la Estrategia de Lisboa en 2010, conocida como la Estrategia EU 2020. Su instrumentación será decisiva para compensar los efectos de la crisis sobre la producción potencial y para generar un crecimiento económico que también contribuya a la consolidación fiscal.

Finalmente, el 1 de diciembre entró en vigor el Tratado de Lisboa, que dota a la Unión Europea de un nuevo marco jurídico que, entre otras cosas, introduce un proceso de toma de decisiones más eficiente y permitirá que la UE desempeñe un papel más destacado en el ámbito internacional.

3.1 Evolución económica

Durante el tercer trimestre de 2009 el PIB del área creció un 0,4% intertrimestral, tras cinco períodos consecutivos de descensos (véase cuadro 1). Esta mejora se apoyó, en gran medida, en la disminución del ritmo de descenso de los inventarios, así como en el avance de las exportaciones y del consumo público, mientras que el gasto privado restó impulso a la actividad. A pesar de la mejora del clima de confianza, el consumo privado se contrajo, y la inversión también retrocedió, aunque con menor intensidad que en los trimestres anteriores debido a la recuperación del equipo (véase gráfico 8). Con todo, la aportación de la demanda interna al crecimiento del PIB —excluidas existencias— fue ligeramente negativa y, en un contexto de fortaleza de las importaciones, la de la demanda exterior neta fue nula. En términos interanuales, el PIB retrocedió un 4,1%. Atendiendo al desglose por ramas de actividad, el valor añadido de la industria experimentó una variación positiva elevada, del 2,2% con respecto al trimestre anterior, y, a ritmos más reducidos, también lo hicieron el del comercio y el de la agricultura.

La recuperación de la actividad se extendió a la mayoría de los países miembros de la UEM durante el tercer trimestre, que, no obstante, mostraron un patrón de crecimiento diferenciado. La mejora de las exportaciones y de la inversión y, sobre todo, la contribución positiva de las existencias permitieron que la economía alemana creciera a una tasa del 0,7% intertrimestral. El consumo privado, en cambio, retrocedió de forma significativa, lo que en buena parte refleja el menor número de matriculaciones tras agotarse la dotación del plan del automóvil alemán. Por su parte, el PIB de Francia volvió a aumentar a un ritmo del 0,3% intertrimestral gracias a la contribución positiva del sector exterior y del consumo público. Finalmente, el PIB de Italia creció un 0,6% en

	2008			2009			2010	
	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
CONTABILIDAD NACIONAL (tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria)								
PIB	-0,3	-0,4	-1,9	-2,5	-0,1	0,4		
Consumo privado	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,1		
Consumo público	0,7	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6		
Formación bruta de capital fijo	-1,4	-1,2	-4,0	-5,4	-1,6	-0,8		
Importaciones	-1,0	0,0	-4,8	-7,4	-2,8	3,0		
Exportaciones	-0,5	-1,3	-7,2	-8,6	-1,2	3,1		
Contribuciones a la variación intertrimestral del PIB (pp)								
<i>Demanda interna excluidas existencias</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>		
<i>Variación de existencias</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,6</i>	<i>0,5</i>		
<i>Demanda exterior neta</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,5</i>	<i>-1,1</i>	<i>-0,5</i>	<i>0,5</i>	<i>0,0</i>		
PIB (tasa de variación interanual)	1,4	0,4	-1,8	-5,0	-4,8	-4,0		
INDICADORES DE ACTIVIDAD (datos medios del trimestre)								
IPI ajustado de días laborables y estacionalidad	-1,1	-1,6	-8,2	-8,4	-1,2	2,3	0,9	
Sentimiento económico	99,2	92,4	80,0	71,5	75,6	84,1	91,9	95,7
PMI compuesto	50,8	47,6	40,2	37,6	43,2	49,5	53,6	53,6
Empleo	0,1	-0,2	-0,4	-0,7	-0,5	-0,5		
Tasa de paro	7,4	7,6	8,0	8,8	9,3	9,6	9,9	
INDICADORES DE PRECIOS (variación interanual de datos de fin de período)								
IAPC	4,0	3,6	1,6	0,6	-0,1	-0,3	0,9	
IPRI	7,9	7,7	1,2	-3,2	-6,5	-7,6	-2,9	
Precio del petróleo (valor en dólares)	132,0	98,1	40,5	46,8	68,8	67,7	74,4	72,1
INDICADORES FINANCIEROS (datos de fin de período)								
Rendimiento deuda pública a diez años UEM	4,9	4,5	3,8	4,1	4,2	3,8	4,0	4,1
Diferencial deuda pública a diez años EEUU-UEM	-0,88	-0,88	-1,76	-1,31	-0,63	-0,47	-0,17	-0,45
Tipo de cambio dólar/euro	1,576	1,430	1,392	1,331	1,413	1,464	1,441	1,397
Apreciación/depreciación del TCEN-21 (b)	2,9	-1,0	2,5	-0,6	-0,9	0,2	-1,0	-2,5
Índice Dow Jones EUROSTOXX 50 (b)	-23,8	-30,9	-44,3	-15,5	-2,0	17,2	21,0	-5,8

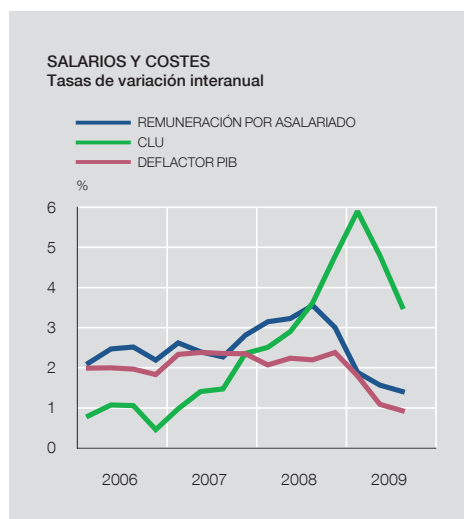
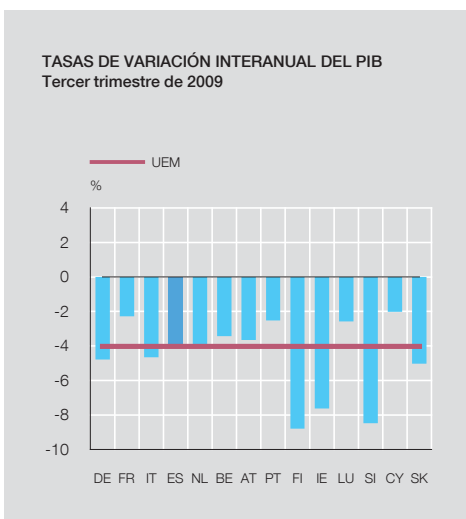
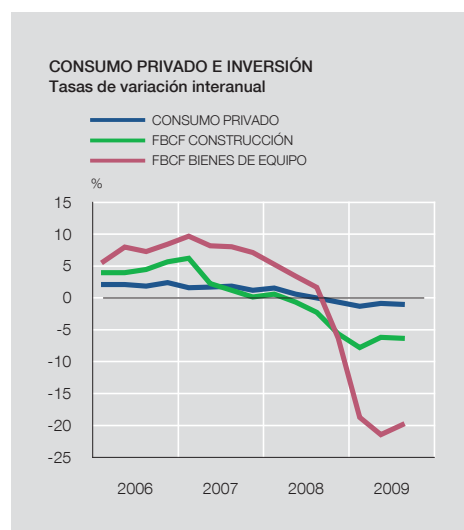
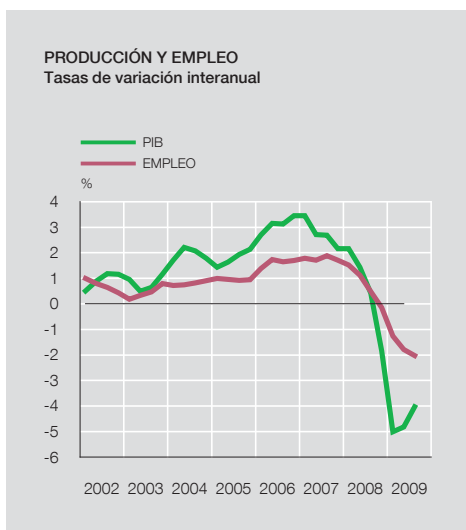
FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Markit Economics, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Información disponible hasta el día 1 de febrero de 2010. La información en cursiva no recoge el trimestre completo.
 b. Variación porcentual acumulada en el año.

relación con el segundo trimestre como resultado de una reactivación de la inversión en bienes de equipo y del consumo privado, vinculada a los incentivos públicos a la compra de coches.

El empleo mostró una nueva contracción en el tercer trimestre, del 0,5%, similar a la de los tres meses anteriores, lo que situó su tasa interanual en el -2%. Los descensos más acusados siguieron produciéndose en la industria y en la construcción —del 1,6% y 2% en relación con el trimestre anterior, respectivamente—. La pérdida de empleos y el menor ritmo de contracción del PIB atenuaron la caída interanual de la productividad aparente del trabajo, que se redujo nueve décimas, hasta el -2,1%. Este comportamiento y la moderación salarial supuso una desaceleración del coste laboral unitario, cuya tasa de crecimiento interanual alcanzó el 3,5%, al mismo tiempo que la caída de los márgenes empresariales se mitigó (véase gráfico 8).

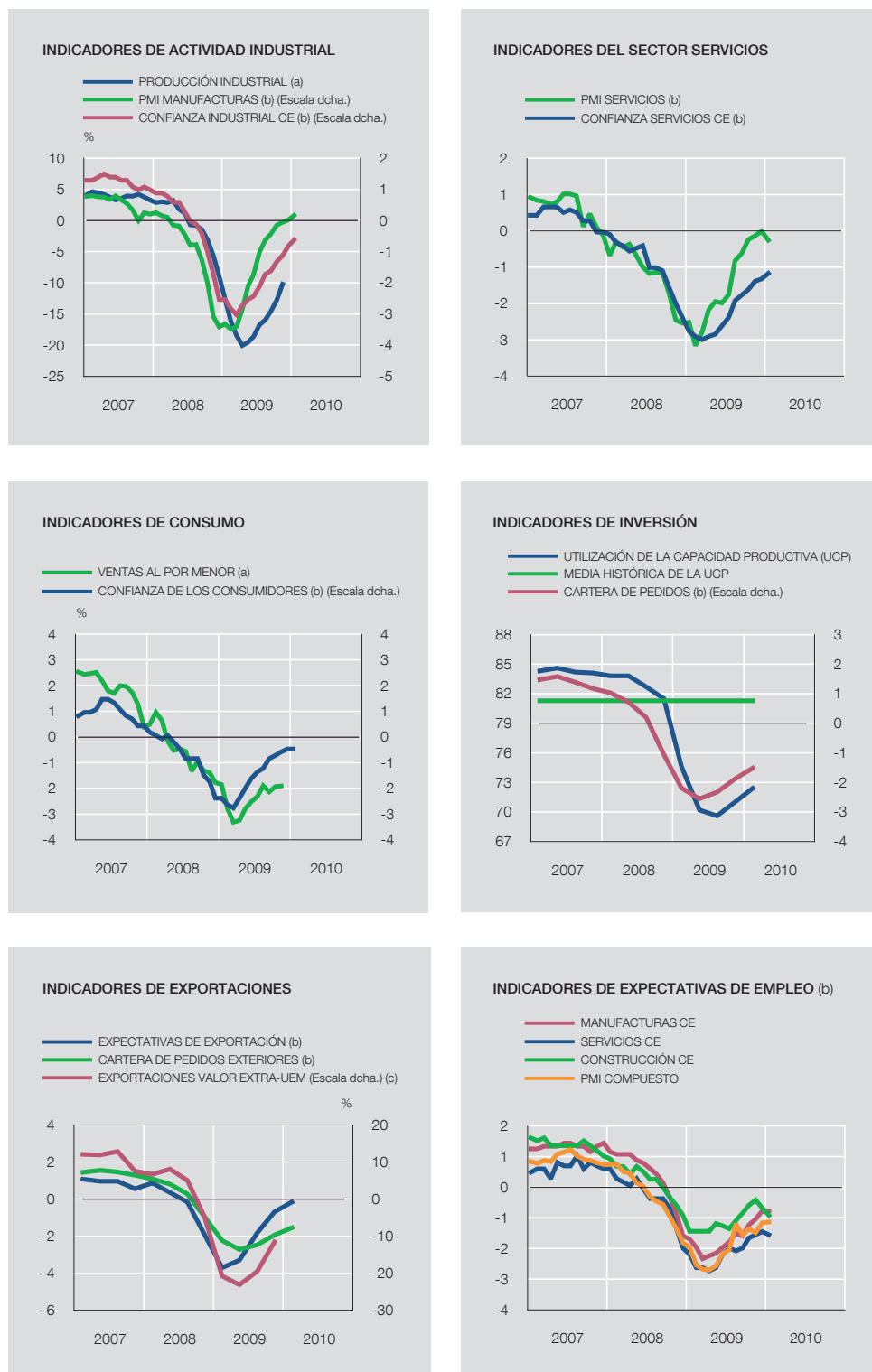
La información más reciente sugiere que la actividad del área volvió a registrar una tasa de avance positiva en los tres últimos meses del año (véase gráfico 9). Por el lado de la oferta, la producción industrial y los pedidos industriales, con información hasta noviembre, registraron aumentos en relación con el trimestre anterior, si bien a un ritmo más débil que en el tercer trimestre. Los indicadores de confianza prolongaron su senda ascendente y se situaron en niveles compatibles con incrementos de la actividad, comportamiento que ha continuado en enero. Por otra parte, aunque la tasa de paro aumentó en diciembre hasta el 10%, los indica-



FUENTES: Eurostat y estadísticas nacionales.

dores cualitativos del mercado de trabajo invirtieron su tendencia descendente, permaneciendo en niveles inferiores a sus valores medios históricos.

Por el lado de la demanda, a pesar del clima de mayor confianza, los indicadores de gasto de los hogares mostraron gran atonía. Durante el cuarto trimestre, el indicador de ventas al por menor acentuó su caída y la maduración de los planes de ayuda a la compra de automóviles se reflejó en una desaceleración de las matriculaciones. Con respecto a la inversión en bienes de equipo, el grado de utilización de la capacidad productiva registró un ligero ascenso en los últimos meses del año y en enero, si bien permaneció en niveles muy por debajo de su media de largo plazo. La valoración de la cartera de pedidos de la industria de la encuesta mensual de la Comisión Europea, que también puede ser interpretada como otro indicador de presión de demanda, mejoró notablemente a lo largo del cuarto trimestre y en enero. Por otra parte, la información de octubre y noviembre refleja, en media, un aumento moderado de las ventas al exterior, mientras prosigue la mejora de las expectativas de exportación y de la valoración de la cartera de pedidos exteriores. Como se explica en el recuadro 3, la estructura comercial de la zona del euro presenta cierto sesgo hacia regiones que están experimentando un menor dinamismo económico, por lo que cabe esperar un avance de las exportaciones de la UEM más débil que el del comercio mundial. Finalmente, el indicador de la valoración de las exis-



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Markit Economics.

a. Tasas interanuales, sin centrar, calculadas sobre la media móvil trimestral de la serie ajustada de estacionalidad.

b. Series normalizadas.

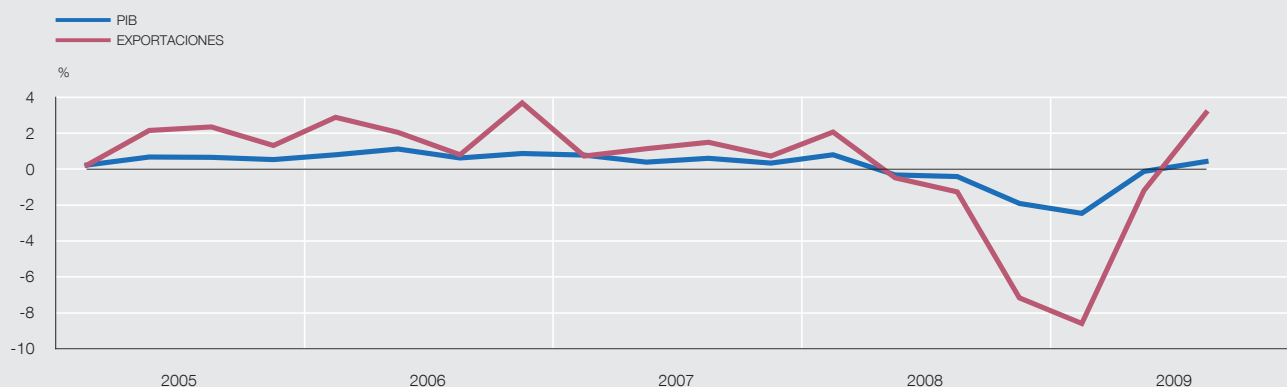
c. Tasas interanuales de la serie original. Media trimestral.

En el tercer trimestre del año, el PIB de la UEM aumentó por primera vez desde principios de 2008, debido, en parte, al impulso de las exportaciones (véase gráfico 1). Dado que el crecimiento de la demanda interna se mantiene por el momento moderado, la continuidad de la recuperación de la actividad en los próximos trimestres dependerá en gran medida de cómo evolucionen las ventas al exterior. En un contexto en el que la apreciación acumulada del euro po-

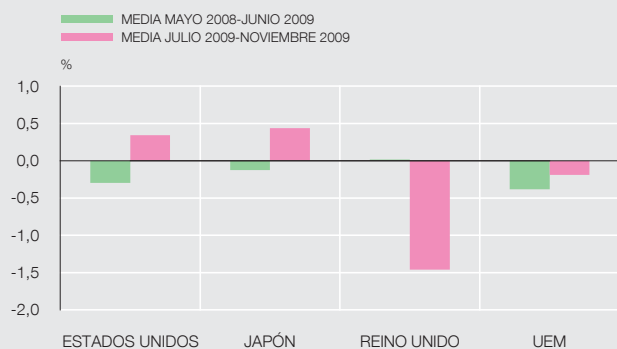
dría dificultar la capacidad competitiva, las exportaciones de la UEM vendrán muy determinadas por la marcha del comercio mundial.

La composición geográfica de las exportaciones de la UEM puede condicionar la intensidad de la recuperación de la demanda externa y, en última instancia, de la actividad. En efecto, dado que la recuperación económica no está avanzando de forma homogénea en todas

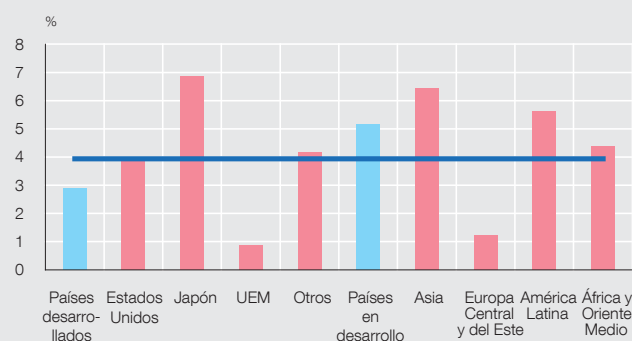
1 PIB Y EXPORTACIONES
Crecimiento intertrimestral



2 INDICADOR DE DEMANDA DE EXPORTACIONES



3 CRECIMIENTO DE IMPORTACIONES POR REGIONES (a)
Media julio-noviembre



COMPOSICIÓN GEOGRÁFICA DE LAS EXPORTACIONES NOMINALES
Año 2008

	MUNDO	ESTADOS UNIDOS	JAPÓN	REINO UNIDO	UEM
ECONOMÍAS AVANZADAS	66,2	59,1	57,7	79,5	45,8
Estados Unidos	12,8	0,0	17,8	13,9	13,1
Japón	4,4	5,1	0,0	1,5	2,6
UEM	28,5	15,6	10,5	50,8	0,0
Resto	20,5	38,4	29,5	13,2	30,1
ECONOMÍAS EMERGENTES	33,8	40,9	42,3	20,5	54,2
Asia	12,9	10,3	27,4	5,1	9,3
Europa Central y del Este	9,3	3,0	4,1	6,5	26,7
Latinoamérica	5,5	22,2	5,0	1,9	5,4
África y Medio Oriente	6,0	5,5	5,8	7,0	12,7

FUENTES: Eurostat, Banco de España, FMI y CPB.

a. Tasas de crecimiento T3,3.

las regiones del mundo, si la estructura exportadora de la UEM está sesgada hacia las zonas que están registrando un mayor vigor, la demanda procedente del exterior será mayor que si las áreas a las que habitualmente se dirigen las exportaciones de la UEM están experimentando un cierto retraso en el ritmo de salida de la crisis. Para valorar el impacto de la estructura exportadora sobre el dinamismo de las ventas al exterior, se ha construido un indicador simple de demanda relativa de exportaciones para la UEM y se ha comparado con el obtenido para Estados Unidos, Japón y Reino Unido. El indicador se calcula como la suma de las diferencias de crecimiento de las importaciones totales de cada región de destino respecto al total mundial, ponderadas por el peso de cada una de estas regiones dentro de las exportaciones del país. De esta forma, un valor positivo del indicador señalaría que el país está exportando a zonas cuyas demandas están siendo más dinámicas que la media del comercio mundial¹.

En el gráfico 2 se presenta la evolución reciente de este indicador y se observa que, durante el período de contracción del comercio mundial —entre mayo de 2008 y junio de 2009—, la demanda de exportaciones de la UEM cayó en mayor medida que las importaciones mundiales y que esta diferencia se mantiene en la fase de recuperación registrada a partir de julio. En Estados Unidos o Japón, por el contrario, la demanda externa está creciendo desde el pasado verano a tasas ligeramente superiores a las del comercio mundial.

1. Los datos del comercio mundial utilizados proceden del Instituto independiente de investigación Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y alcanzan hasta el mes de noviembre.

Atendiendo a la desagregación del impacto de cada área, se observa que en la actual fase de recuperación del comercio mundial el sesgo geográfico que caracteriza a la zona del euro hacia Europa Central y del Este, que está experimentando crecimientos inferiores a la media mundial, repercute en un menor impulso de las ventas al exterior (véanse gráfico 3 y cuadro adjunto). La contribución negativa de esta región no ha podido ser compensada por el ligero efecto positivo del mayor crecimiento relativo de África y Medio Oriente y, con algo más de intensidad, de Asia y de Latinoamérica, que representan, respectivamente, un 12,7%, un 9,3% y un 5,4% dentro de sus exportaciones totales.

En contraposición, tanto Estados Unidos como Japón están neutralizando la evolución negativa del comercio con la UEM —con una tasa de crecimiento de sus importaciones de 3,1 pp por debajo de la del mundo— con exportaciones hacia otras zonas más dinámicas. Así, el primero se ha beneficiado de sus fuertes lazos comerciales con Latinoamérica y Asia, mientras que el segundo ha aprovechado, fundamentalmente, su sesgo hacia el mercado asiático. Por su parte, el elevado protagonismo del comercio europeo dentro de las ventas al exterior del Reino Unido explicaría que las exportaciones de este país crezcan menos que lo que determinaría la tendencia de recuperación del comercio mundial.

En definitiva, la especialización geográfica de las exportaciones de la UEM no parece, en principio, lo más favorable para aprovechar plenamente una recuperación económica mundial con las importantes diferencias por países que se prevén. Este hecho contrasta con una composición comercial más beneficiosa en Estados Unidos y Japón, donde el mayor peso de las ventas hacia Latinoamérica y Asia está siendo clave para impulsar sus exportaciones.

tencias de la Comisión Europea sugiere que, durante la última parte del año, la variación de existencias puede volver a contribuir positivamente al PIB.

A pesar de la recuperación del producto en la segunda parte de 2009, apoyada fundamentalmente en factores de naturaleza transitoria, como la contribución de las políticas fiscal y monetaria y la moderación del ritmo de retroceso de los inventarios, la intensidad de la crisis hará que, seguramente, tal como avanzan la mayoría de los organismos internacionales, el año 2009 cierre con una caída del PIB cercana al 4%. A medio plazo, las últimas previsiones de los organismos internacionales dibujan una senda de recuperación económica lenta, con un ritmo de crecimiento a lo largo de este año más tenue que el experimentado a finales de 2009, como reflejo del desvanecimiento de los impulsos temporales y la debilidad de la demanda interna (véase cuadro 2). En efecto, es probable que el exceso de la capacidad instalada y la caída de los beneficios empresariales resten impulso a la inversión, mientras que no es previsible que el consumo privado adquiera una gran fortaleza, debido, fundamentalmente, a la elevada tasa de desempleo. Este escenario de lento crecimiento está sujeto, además, a riesgos a la baja derivados del alcance de la normalización del sistema financiero y de la intensidad que adquiera el ajuste del empleo. Asimismo, una consolidación fiscal insuficiente que no permita cumplir con los compromisos adquiridos dentro del marco de la UE podría debilitar la confianza de los agentes y entorpecer el crecimiento sostenido de la economía a medio plazo.

	2010		2011	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC
BCE (diciembre 2009)	0,1-1,5	0,9-1,7	0,2-2,2	0,8-2,0
Comisión Europea (noviembre 2009)	0,7	1,1	1,5	1,5
FMI (enero 2010)	1,0	—	1,6	—
OCDE (noviembre 2009)	0,9	0,9	1,7	0,7
Consensus Forecast (enero 2010)	1,3	1,2	1,6	1,5
Eurobarómetro (enero 2010)	1,3	1,2	1,6	1,5

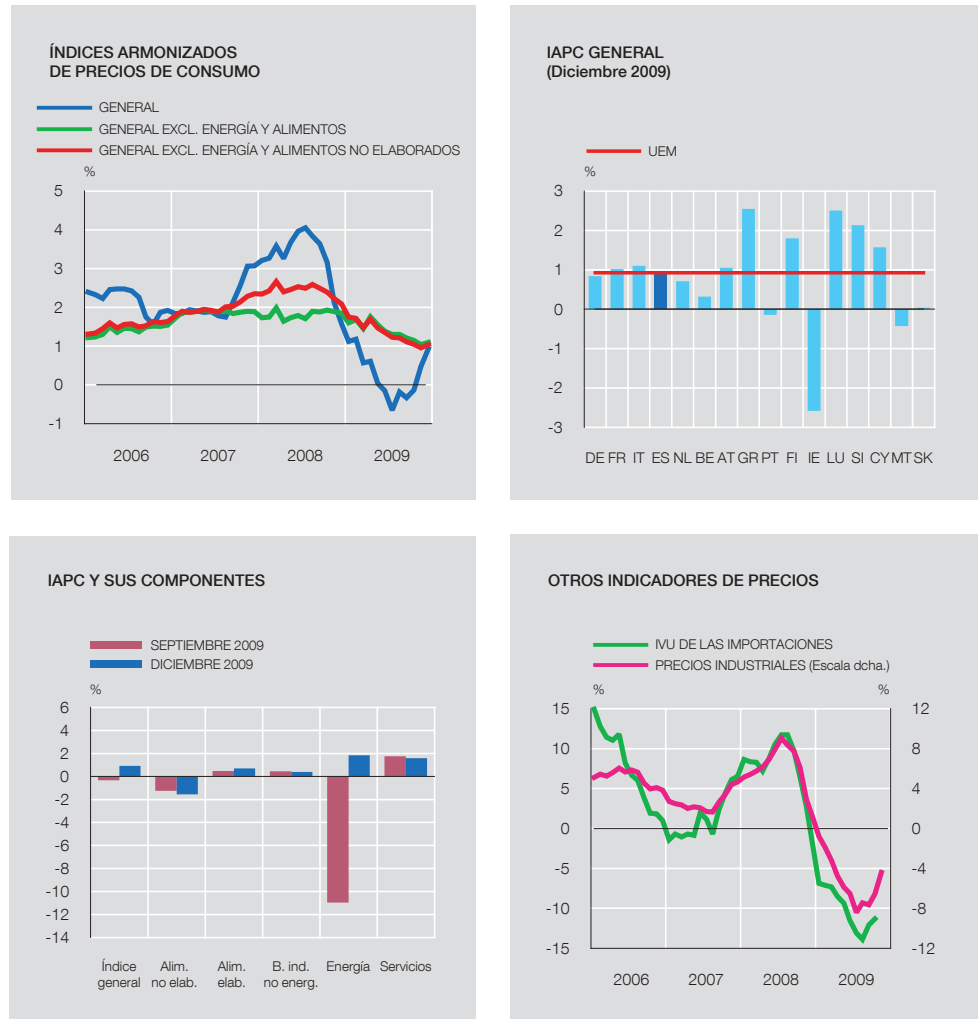
FUENTES: Comisión Europea, Consensus Forecast, Eurosistema, FMI, MJ Economics y OCDE.

a. Tasas de variación anual.

La inflación en la UEM volvió a valores positivos en los últimos meses del año y, de acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, aumentó hasta el 1% en enero (véase gráfico 10). Esta anticipada aceleración de los precios refleja fundamentalmente el efecto base que introduce el acentuado abaratamiento de la energía hace un año. La inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se mantuvo estable en el 1% durante el último trimestre del año, tras haber mantenido una tendencia descendente desde finales de 2008. Atendiendo a los componentes, la caída moderada en la inflación de los servicios y de los bienes industriales no energéticos fue compensada por el alza de los alimentos elaborados. Por otra parte, los precios industriales redujeron su caída interanual hasta el -4,4% en noviembre, como consecuencia, fundamentalmente, de los movimientos en el componente energético.

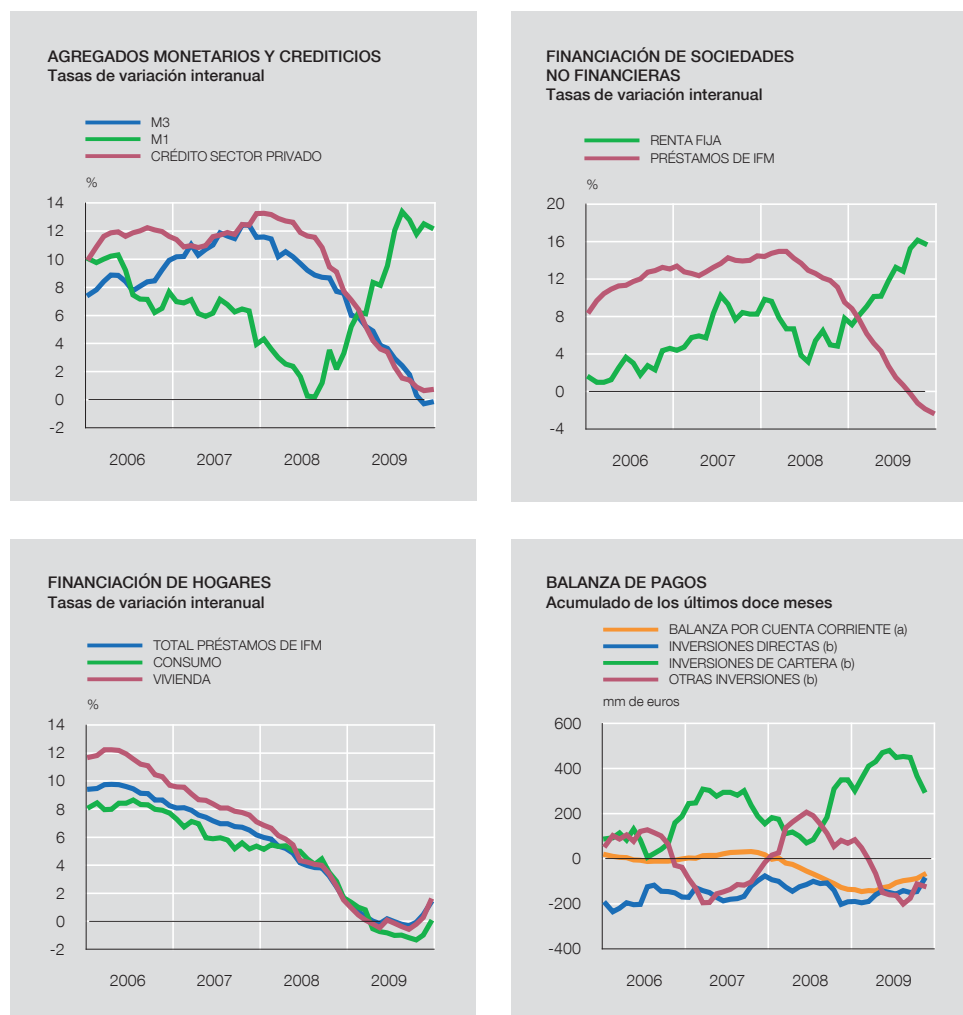
El elevado grado de holgura de la capacidad productiva, explicado por la debilidad de la demanda, hace prever que, en los próximos meses, la inflación continúe registrando tasas positivas reducidas. De acuerdo con el ejercicio de previsión del Eurosistema de diciembre la inflación se situará en registros medios entre el 0,9% y el 1,7% en 2010 y entre el 0,8% y el 2% en 2011. Posibles riesgos al alza sobre este escenario podrían derivarse de un mayor encarecimiento de las materias primas y de incrementos de impuestos indirectos y precios administrados para reducir los elevados déficits públicos alcanzados durante la crisis. En sentido contrario, es posible que la sensibilidad a la baja de los precios al elevado grado de holgura acumulado en la economía durante los últimos trimestres pueda ser mayor que la anticipada.

Según las estimaciones publicadas por el BCE, la balanza por cuenta corriente de la UEM acumuló, entre enero y noviembre de 2009, un déficit de 66 mm de euros (un 0,8% del PIB), casi la mitad del observado en el mismo período del año anterior. Con la excepción de la balanza de servicios, cuyo superávit se redujo ligeramente, el resto de componentes mostró un comportamiento más favorable. Así, el saldo negativo de la balanza de bienes se tornó en superávit, como consecuencia de una caída de las exportaciones menor que de las importaciones, mientras que el déficit de la balanza de rentas y de transferencias corrientes continuó disminuyendo. Por otro lado, en relación con la cuenta financiera, entre enero y noviembre, las salidas netas de capital en forma de inversión directa ascendieron a 90 mm de euros, frente a los 187 mm del mismo período de 2008, mientras que, en forma de inversión de cartera, se produjo una entrada neta de 298 mm de euros, menor que los 346 mm del mismo período en 2008. Por tanto, en estos once meses del año, la balanza básica, que aúna la balanza por cuenta corriente con estos dos tipos de inversiones, mostró un saldo positivo de 142 mm de euros, considerablemente mayor que el saldo de 27 mm de euros del mismo período de 2008 (véase gráfico 11).



FUENTES: Eurostat y Banco Central Europeo.

Las previsiones de otoño de la Comisión Europea volvieron a confirmar un importante deterioro en las balanzas fiscales. El déficit de las AAPP del área del euro se situará en el 6,4% del PIB en 2009, frente al 2% de 2008, y solo dos países, Finlandia y Luxemburgo, respetarán el umbral de déficit del 3% del PIB (véase cuadro 3). Como consecuencia de lo anterior, el consejo del ECOFIN, en su reunión de diciembre, abrió el procedimiento de déficit excesivo a ocho Estados miembros de la UEM, aspectos que se desarrollan en detalle en el recuadro 2. Para los países en esta situación desde abril, el Consejo evaluó positivamente las medidas adoptadas en el caso de Irlanda, España y Francia, países para los que se aprobaron nuevas recomendaciones que extienden en un año el horizonte para sanear las finanzas públicas. En el caso de Grecia, en cambio, el Consejo consideró que las acciones de su Gobierno habían sido insuficientes, exigiendo, además, en enero, que se tomen acciones para corregir las graves deficiencias que se han revelado en sus estadísticas fiscales tras el examen realizado por la Comisión Europea. En consecuencia, Grecia presentó a mediados de enero un programa de estabilidad que contempla una reducción del déficit público de 4 pp del PIB en 2010 y de 3 pp en los años siguientes, para situarlo en el 2,8% del PIB en 2012. Este programa presupuestario contempla un aumento permanente en el impuesto sobre la renta y otras medidas impositivas extraordinarias, que se suman, por el lado del gasto, a una contención de los salarios públicos y a la congelación de las nuevas contrataciones. Por otra parte, Irlanda también ha presentado un programa de estabilidad muy ambicioso, con recortes sustanciales en el gasto público y, en especial, en la remuneración de los empleados públicos.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Un signo positivo (negativo) indica un superávit (déficit) de la balanza por cuenta corriente.
b. Entradas menos salidas de capital. Un signo positivo (negativo) indica una entrada (salida) neta de capital.

Para 2010 se espera que la política fiscal mantenga un tono expansivo, aunque los países que han registrado un mayor deterioro de las cuentas públicas, como Irlanda, Grecia o España, han comenzado a establecer medidas de consolidación fiscal. En conjunto, se adelanta que el saldo presupuestario se mantendrá prácticamente estabilizado en niveles cercanos al 7% del PIB en 2010, de acuerdo con la mayoría de las previsiones de organismos internacionales.

Según las previsiones de la Comisión Europea, la deuda pública alcanzará un 84% del PIB en 2010, desde el 78,2% previsto para 2009 y el 69,3% de 2008. Como reveló el *Informe de sostenibilidad* de la Comisión Europea en noviembre, sobre estas cifras existen riesgos añadidos derivados de los retos que plantea el envejecimiento de la población y de los pasivos contingentes adquiridos en el rescate del sistema bancario. En este contexto, no será posible garantizar la estabilidad financiera y el crecimiento económico si los Estados miembros no adoptan estrategias de consolidación creíbles y ambiciosas, que deberían empezar a concretarse en los programas de estabilidad que se presentarán a principios de 2010.

3.2 Evolución monetaria y financiera

Durante el último trimestre de 2009 continuó el proceso de estabilización de la situación financiera de la zona del euro. La volatilidad y las primas de riesgo de crédito siguieron contrayéndose — con excepciones en los bonos soberanos — y los mercados de financiación incremen-

	% del PIB					
	SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)					
	2007	2008	2009		2010	
		CE (b)	PDE (c)	CE (b)	FMI (d)	
Bélgica	-0,2	-1,2	-5,9	-5,9	-5,8	-6,3
Alemania	0,2	0,0	-3,4	-3,7	-5,0	-4,6
Grecia	-3,7	-7,7	-12,7	-12,5	-12,2	-7,1
España	1,9	-4,1	-11,2	-9,5	-10,1	-12,5
Francia	-2,7	-3,4	-8,3	-8,2	-8,2	-7,1
Irlanda	0,3	-7,2	-12,5	-11,9	-14,7	-13,3
Italia	-1,5	-2,7	-5,3	-5,3	-5,3	-5,6
Luxemburgo	3,7	2,5	-2,2	-2,2	-4,2	-4,4
Holanda	0,2	0,7	-4,7	-4,8	-6,1	-5,7
Austria	-0,6	-0,4	-4,3	-3,9	-5,5	-5,6
Portugal	-2,6	-2,7	-8,0	-5,9	-8,0	-7,3
Finlandia	5,2	4,5	-2,8	-2,7	-4,5	-4,2
Eslovenia	0,0	-1,8	-6,3	-5,9	-7,0	-5,6
Chipre	3,4	0,9	-3,5	-2,9	-5,7	-6,3
Malta	-2,2	-4,7	-4,5	-3,8	-4,4	-4,4
Eslovaquia	-1,9	-2,3	-6,3	-6,3	-6,0	-4,4
PRO MEMORIA: UEM (incluyendo Chipre, Eslovaquia y Malta)						
Saldo primario	2,4	1,0	-3,4		-3,7	
Saldo total	-0,6	-2,0	-6,4	-6,0	-6,9	-6,6
Deuda pública	66,0	69,3	78,2	78,4	84,0	

FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Fondo Monetario Internacional.

- a. Déficit (-)/superávit (+). Se han sombreado las celdas en las que el déficit supera el 3% del PIB.
 b. Previsiones de la Comisión Europea de octubre de 2009.
 c. Notificación del Procedimiento de Déficit Excesivo de otoño de 2009.
 d. Previsiones del Fondo Monetario Internacional de octubre de 2009.

taron su actividad, al tiempo que las entidades bancarias recurrieron en menor medida a los avales públicos y, en algunos casos, devolvieron las ayudas recibidas en forma de capital.

A pesar de estas mejoras, la situación financiera contiene todavía elementos de fragilidad que conllevan la aparición de episodios de inestabilidad localizados —como fue el caso de World Dubai o el relacionado con la creciente preocupación sobre la situación fiscal en Grecia—. Según las últimas estimaciones del BCE y del FMI, los bancos están todavía expuestos a pérdidas elevadas en su balance. Además, el proceso de desapalancamiento en el que se halla inmerso el sector bancario podría suponer un obstáculo para una eventual recuperación del crédito una vez que repunte su demanda, aunque todavía no se observan signos evidentes en esta dirección, de acuerdo con la última información de la Encuesta de Préstamos Bancarios.

El BCE mantuvo una política de provisión de liquidez generosa y, ante la mejora de los mercados de financiación, en diciembre anunció los primeros pasos para una retirada gradual de algunas de las medidas extraordinarias introducidas durante la crisis financiera. Así, la última operación de financiación a un año se celebró en diciembre y las subastas a seis meses se retirarán después de la de marzo. Asimismo, el BCE, en coordinación con los bancos centrales involucrados, anunció la interrupción de las operaciones en francos suizos y en dólares a partir del 31 de enero. En cualquier caso, el BCE continuará suministrando liquidez en euros en condiciones favorables a través del procedimiento de adjudicación plena y tipo fijo, que se prolongará al menos durante el primer

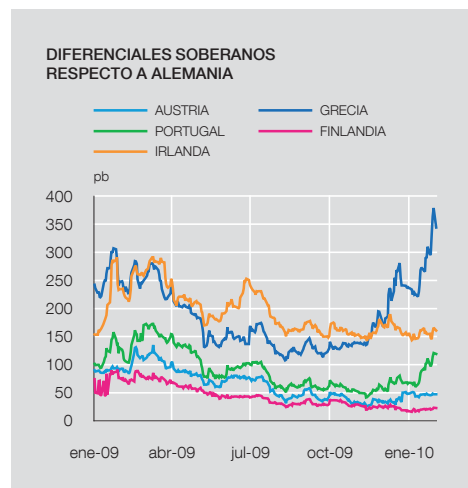
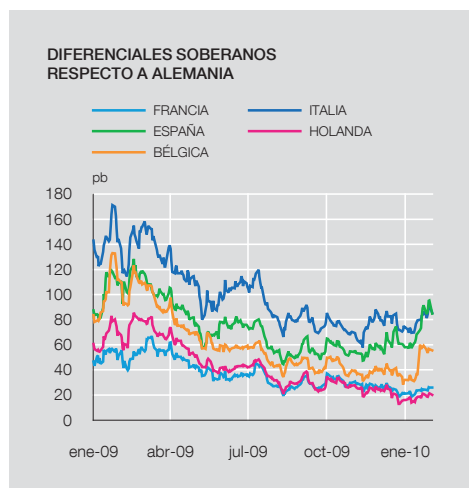
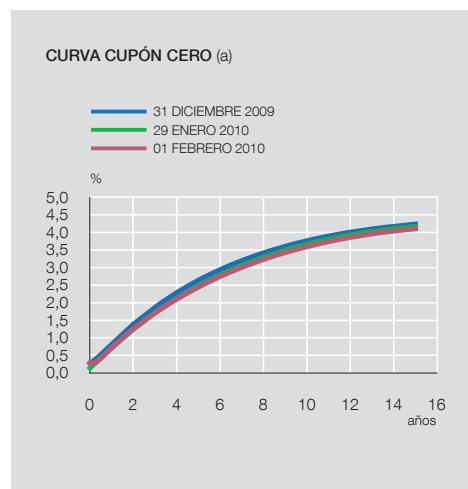
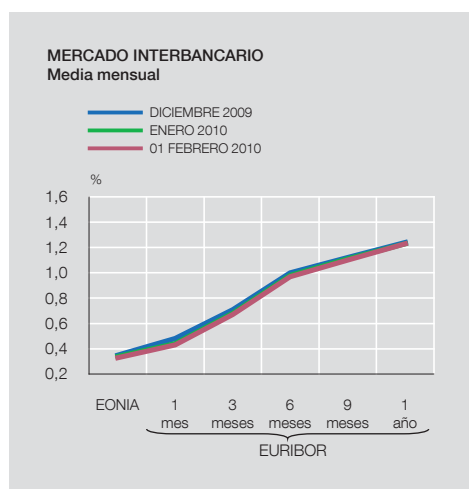
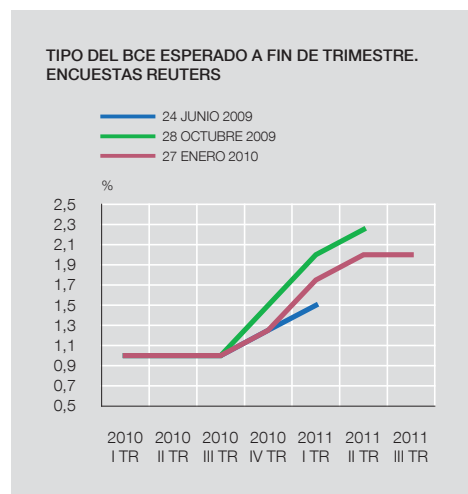
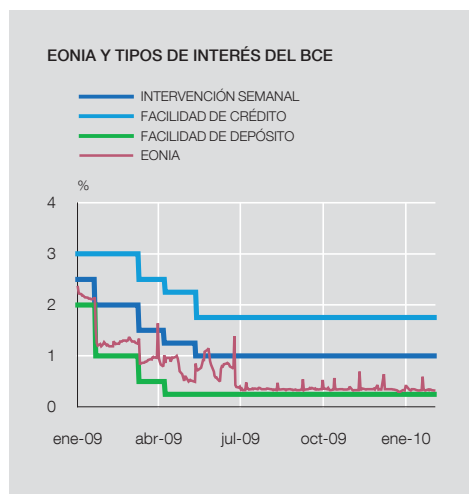
trimestre de 2010. Por otra parte, dentro del programa de adquisiciones de bonos garantizados —*covered bonds*—, vigente desde mediados de 2009, el Eurosistema ha realizado compras en firme por un importe superior al 50% de los 60 mm de euros previstos.

La ausencia de tensiones inflacionistas a medio plazo en un contexto en el que la recuperación se prevé tímida determinó que el Consejo de Gobierno del BCE, en sus reuniones celebradas hasta febrero, mantuviera los tipos de interés oficiales inalterados. De este modo, el tipo de las operaciones principales de financiación se ha situado en el 1% desde mayo, mientras que el correspondiente a las facilidades de crédito y de depósito lo ha hecho en el 1,75% y 0,25%, respectivamente (véase gráfico 12).

Los tipos de interés interbancarios permanecieron estables en niveles reducidos durante el último trimestre del año. Los EURIBOR a tres meses y a un año se situaron, respectivamente, en niveles medios del 0,7% y del 1,2%, que se han mantenido a comienzos del año. En los mercados de deuda, la rentabilidad a largo plazo experimentó un ligero repunte, que continuó en enero, hasta situarse en unos niveles medios próximos al 4,1% para el índice a diez años de la UEM. Este incremento refleja, en gran medida, las mayores primas de riesgo exigidas a los bonos soberanos de algunos Estados miembros y la consiguiente ampliación de los diferenciales frente al *Bund* alemán (véase gráfico 13). El aumento de la rentabilidad fue particularmente intenso en el caso de la deuda griega, debido a la preocupante situación fiscal, lo que también se reflejó en rebajas de su calificación por parte de las tres principales agencias de valoración, en dos casos hasta niveles BBB+. Estos hechos se vieron agravados por la revelación de graves deficiencias en las estadísticas fiscales griegas. Las advertencias sobre el mayor riesgo soberano afectaron también a otros países de la UEM, que experimentaron incrementos en el coste de su deuda pública, aunque de mucha menor entidad.

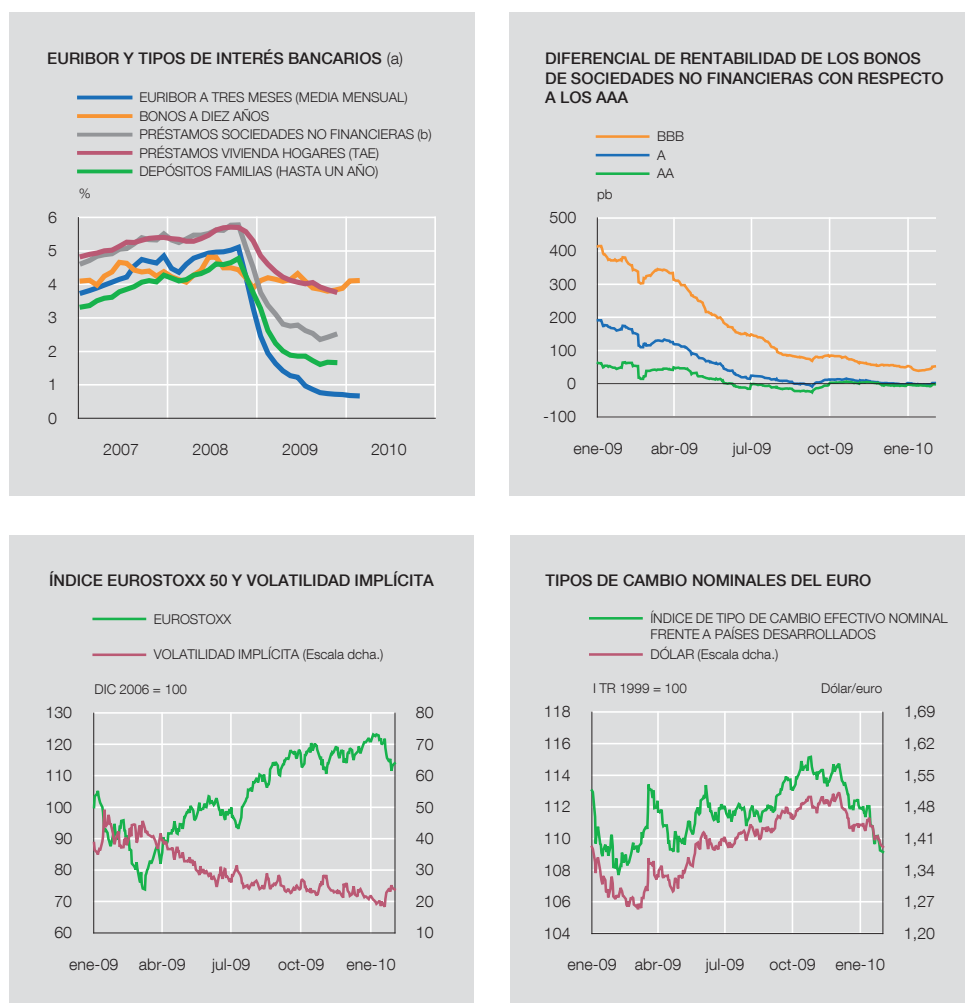
La mejora de la confianza volvió a manifestarse en una contracción de las primas de riesgo en los mercados de renta fija privada durante el cuarto trimestre, y de forma más acusada en los valores de peor calidad crediticia. Por su parte, el coste de los préstamos bancarios tendió a estabilizarse en torno a los niveles alcanzados a finales del verano, con ligeras reducciones en el caso del crédito a familias. De acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios de enero, durante el cuarto trimestre, la demanda de crédito siguió mostrando gran debilidad, si bien se observó un tímido incremento en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. Los criterios de oferta no experimentaron cambios sustanciales. En línea con estos resultados, la financiación a los hogares mejoró en el último trimestre del año y su crecimiento interanual volvió a registrar positivos, aunque reducidos, del 1,3%, en diciembre. En el caso de las empresas, la caída de los préstamos bancarios se acentuó a finales de 2009, registrando un retroceso del 2,3% en el conjunto del año. Esta disminución esconde flujos negativos elevados en los contratos a más corto plazo y una notable desaceleración de los descubiertos, ya que los préstamos a largo plazo registraron un crecimiento cercano al 4% en el año. Aprovechando la caída en el coste de financiación en los mercados, las empresas, principalmente las grandes, siguieron recurriendo a la emisión de bonos de manera intensa. Aunque no es la principal fuente de recursos externos de las empresas europeas, las emisiones a largo plazo registraron un crecimiento interanual superior al 25% en noviembre.

En los mercados de renta variable las cotizaciones mantuvieron la trayectoria alcista en el último trimestre del año, aunque más moderada que en los meses anteriores. En el conjunto del año, el índice EUROSTOXX 50 acumuló un incremento del 21%, con revalorizaciones superiores al 50% en el sector de metales y de bancos. Esta trayectoria se vio truncada a mediados de enero, cuando las cotizaciones internacionales iniciaron un brusco ajuste a la baja, desencadenado por el anuncio de posibles cambios regulatorios en el sector bancario estadouni-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Estimación realizada por el Banco Central Europeo con datos del mercado de swaps.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Correspondientes a nuevas operaciones.
- b. Tipos de interés variables y con período inicial de fijación de tipos hasta un año.

dense. En los días transcurridos de enero, el índice EUROSTOXX 50 retrocedió por encima del 5% en un contexto de mayor volatilidad.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio del euro siguió apreciándose hasta finales de noviembre, cuando llegó a sobrepasar los 1,50 dólares por euro. Posteriormente, inició una fuerte corrección a la baja frente a las principales monedas, que se ha prolongado en enero, acumulando una depreciación en términos efectivos nominales cercana al 2,5% en lo que va de año.

Finalmente, el agregado monetario amplio M3 siguió perdiendo impulso y su tasa de crecimiento interanual alcanzó por primera vez registros negativos del -0,2% en diciembre. Los bajos tipos de interés, la pendiente de la curva de rendimientos y la revalorización de las cotizaciones bursátiles siguieron impulsando el desplazamiento de inversión hacia activos no monetarios, en busca de una mayor rentabilidad. Al mismo tiempo, la caída del coste de oportunidad apoyó también la sustitución de activos dentro de M3 hacia M1 —efectivo y depósitos—, que crece a tasas elevadas superiores al 12% interanual, reflejando, en parte, efectos base de su comportamiento con el agravamiento de la crisis financiera a finales de 2008.

4 La economía española

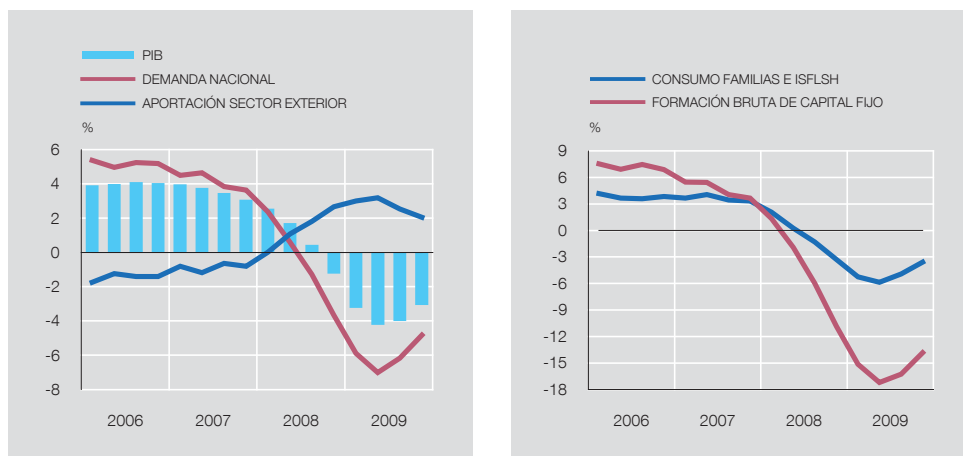
Según las estimaciones de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el tercer trimestre de 2009 el ritmo de deterioro de la economía española se moderó notablemente, al registrar el PIB una caída intertrimestral en términos reales del 0,3% (frente al -1,1% observado en el segundo trimestre). En términos de la tasa interanual, sujeta a una mayor inercia, el PIB recortó su caída solamente en dos décimas, hasta el 4%. A esta menor contracción de la actividad contribuyó el comportamiento de la demanda nacional, que disminuyó un 6,2% interanual (0,8 pp menos que en el trimestre precedente). Por el contrario, la aportación de la demanda exterior empeoró en siete décimas, hasta 2,5 pp, en un contexto en el que tanto las exportaciones como las importaciones experimentaron significativos recortes en sus ritmos de caída interanual. Por su parte, el ritmo de destrucción de empleo prácticamente se estabilizó, con una variación interanual del -7,2%, con lo que la productividad siguió mostrando un elevado ritmo de crecimiento.

De acuerdo con la información coyuntural disponible, en el cuarto trimestre el descenso del PIB continuó atenuándose. En concreto, se estima que la variación intertrimestral del PIB fue del -0,1% (frente al -0,3% del tercer trimestre), mientras que la caída del producto en términos interanuales habría sido del 3,1%, nueve décimas menos acusada que la del período anterior (véase gráfico 14). Esta evolución estaría reflejando el hecho de que el retroceso de la demanda nacional se ha hecho menos pronunciado, hasta situarse en -4,8%, aunque esto sería consecuencia, en parte, de los efectos de algunas medidas públicas con impacto transitorio —como el Plan 2000E, que incentiva la compra de automóviles nuevos, y el Fondo Estatal de Inversión Local—. Por otro lado, la contribución positiva del sector exterior continuó siendo elevada (2 pp), pero inferior a la del trimestre precedente.

El retroceso del empleo también se ralentizó en el cuarto trimestre, hasta una tasa de descenso estimada del 6,1% en términos interanuales, 1,1 pp más alta que la del trimestre anterior. El crecimiento de la productividad aparente del trabajo habría continuado siendo intenso, permitiendo que los costes laborales unitarios se redujeran, a pesar de que la remuneración por ocupado siguió experimentando un crecimiento elevado, muy superior al de la inflación. De este modo, el ajuste del mercado de trabajo continuó recayendo fuertemente sobre el empleo, en marcado contraste con lo observado en otros países de nuestro entorno. Finalmente, el IPC repuntó a lo largo del último trimestre del año, de forma que la inflación interanual pasó a ser positiva a partir de noviembre y se situó en el 0,8% en diciembre. Esta evolución estuvo determinada por el componente energético, mientras que, por el contrario, el crecimiento del IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— continuó siendo muy modesto (del 0,2% en media del cuarto trimestre), como reflejo de la notable respuesta de la inflación a la debilidad de la demanda.

4.1 Demanda

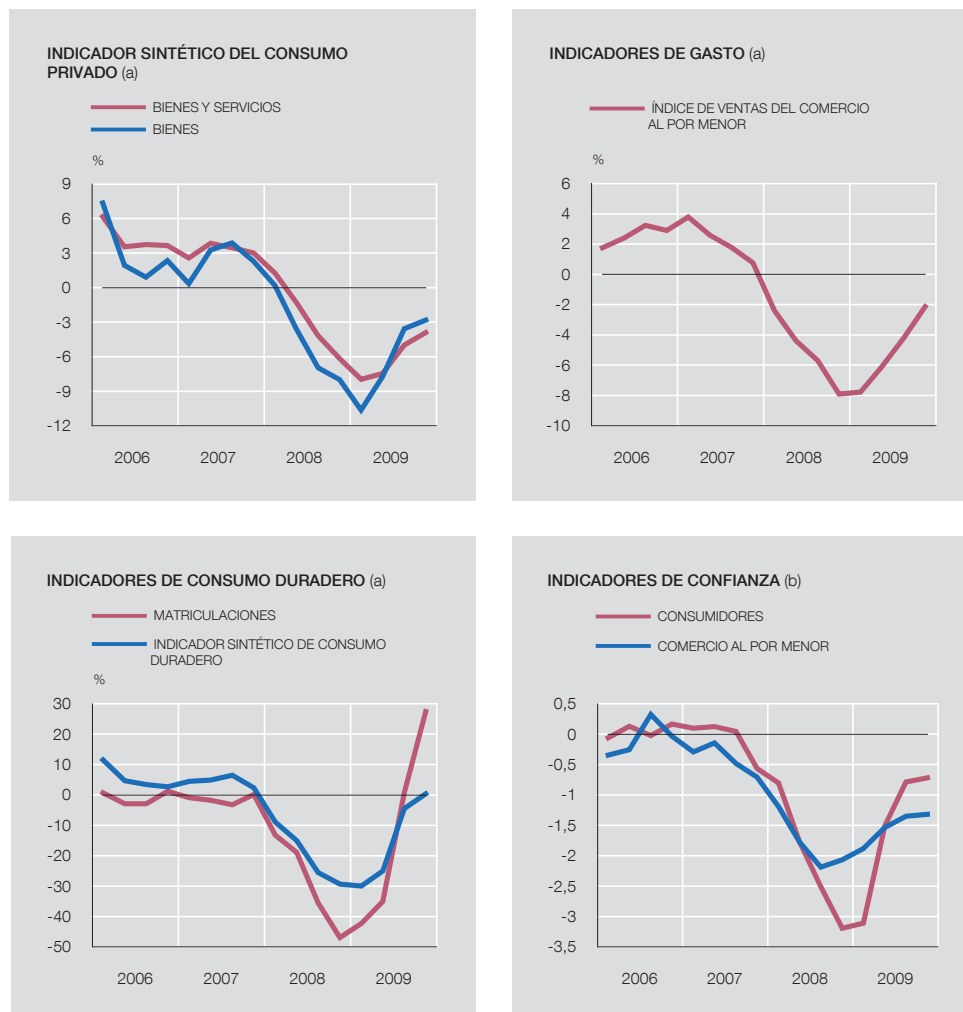
En el cuarto trimestre de 2009, el gasto en consumo final de los hogares e ISFLSH mantuvo la tónica de debilidad de los trimestres previos (véase gráfico 15), aunque en términos intertrimestrales podría haber mostrado una tasa ligeramente positiva, tras siete trimestres de retrocesos. Entre los indicadores cuantitativos, destacó el intenso crecimiento de las matriculaciones de automóviles en los últimos meses del año, a lo que contribuyó el impulso proporcionado por el Plan 2000E, aunque este podría haber supuesto una cierta anticipación del gasto de las familias y, por tanto, retraer la demanda de estos bienes duraderos en el futuro. Entre los indicadores cualitativos, la confianza de los consumidores y la del comercio minorista permanecieron prácticamente estables en el cuarto trimestre, aunque repuntaron con más claridad ya en enero de 2010.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual, calculadas sobre datos ajustados de estacionalidad.

INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.

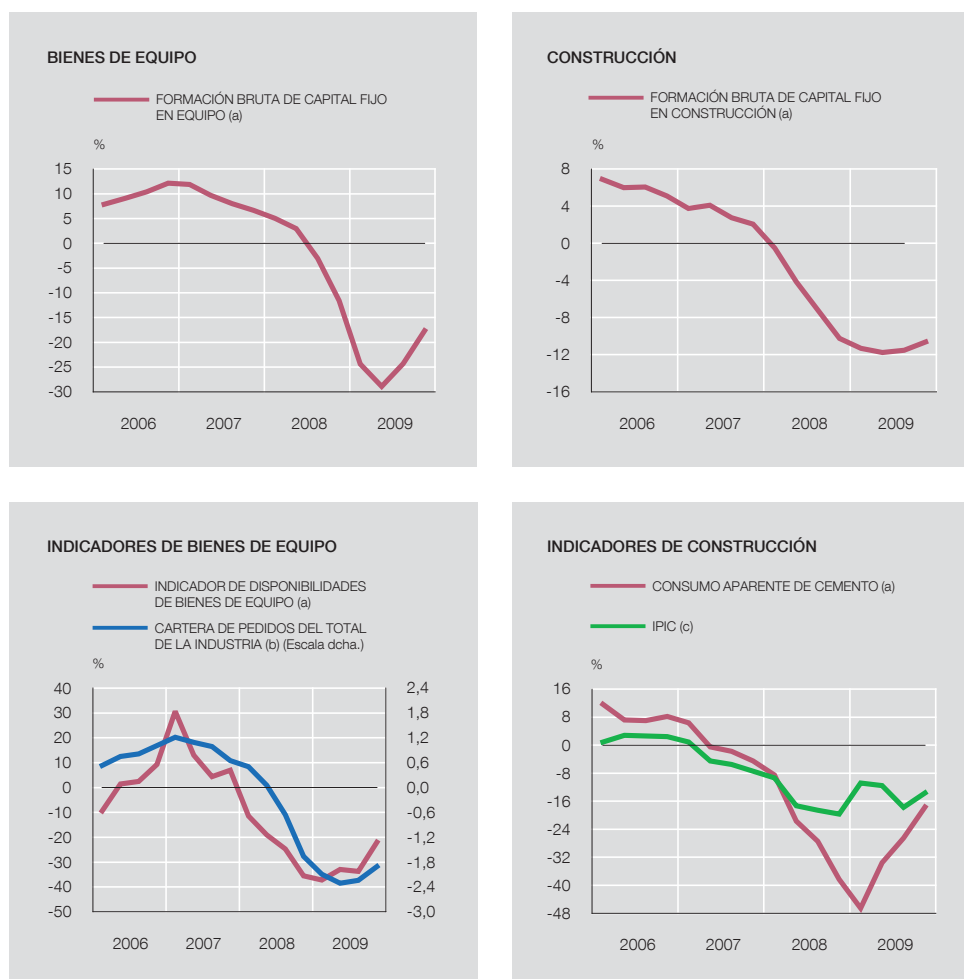
b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

Como a lo largo del año 2009, el gasto en consumo de los hogares durante el cuarto trimestre se vio afectado por la incertidumbre asociada al marcado deterioro del mercado laboral y por el efecto negativo de la destrucción de empleo sobre las rentas salariales, aunque también contribuyeron desfavorablemente el mantenimiento de condiciones restrictivas en la concesión de crédito y la disminución de la riqueza derivada de la tendencia descendente del precio de la vivienda, que, no obstante, se fue ralentizando a lo largo del año. Estos factores tendieron a deprimir el consumo, pese a que otros elementos incidieron positivamente sobre la renta real de las familias, como las bajas tasas de inflación, la moderación de los tipos de interés bancarios —que ha hecho que los pagos netos por intereses ejerzan una aportación positiva al incremento de la renta— y el impulso de las transferencias netas de las Administraciones Públicas (AAPP). De esta forma, la debilidad del consumo se reflejó en un incremento de la tasa de ahorro de los hogares, que, de acuerdo con los últimos datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, correspondientes al tercer trimestre de 2009, se situó en el 18,7% de la renta disponible, valor que marca un máximo histórico y es 1,1 pp superior al registrado en el segundo trimestre.

Por su parte, se estima que el consumo final de las AAPP experimentó un menor crecimiento, en tasa interanual, en el cuarto trimestre, en línea con la evolución del empleo en este sector y según se desprende de la información sobre los gastos de personal y compras netas que ofrece la ejecución del presupuesto del Estado.

De acuerdo con la información disponible, la inversión en equipo mostró en el cuarto trimestre de 2009 una evolución menos negativa, continuando la pauta de menor deterioro interanual ya observada en el período previo (véase gráfico 16). En esta dirección apuntan las matriculaciones de vehículos de carga (que mostraron, por segundo trimestre consecutivo, un crecimiento intertrimestral positivo, favorecidas por el Plan 2000E) y las disponibilidades de bienes de equipo (que atenuaron las fuertes contracciones interanuales que venían registrando desde comienzos de 2008). La confianza de los empresarios, tanto en el conjunto de la industria como en las ramas productoras de este tipo de bienes, registró un comportamiento algo más favorable en este período, con una mejora en la percepción sobre la cartera de pedidos. Además, el nivel de utilización de la capacidad productiva registró un ligero repunte al inicio del cuarto trimestre —el primero en dos años—, aunque permanece muy por debajo de su media histórica. No obstante, la caída interanual de la inversión en equipo continuó siendo elevada, en un contexto de gran incertidumbre sobre la intensidad en la recuperación de la demanda nacional y exterior, y de mantenimiento de condiciones restrictivas de acceso a la financiación bancaria. Además, como en el caso del consumo privado, parte del repunte de los últimos meses en la inversión en equipo podría reflejar un adelanto en las decisiones de adquisición de vehículos, ligado a los planes de estímulo público, lo que tendería a reducir la inversión en el futuro. Según la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales, el retroceso de la inversión empresarial se reflejó en un nuevo descenso de las necesidades de financiación del sector en el tercer trimestre de 2009, hasta alcanzar el 3,6% del PIB en datos acumulados de cuatro trimestres (1,5 pp menos que en el trimestre previo). A esta evolución también contribuyó el aumento del ahorro empresarial, impulsado por el recorte en los pagos por intereses y en los desembolsos impositivos, lo que compensó la caída del excedente bruto empresarial.

La inversión en construcción moderó su comportamiento contractivo en el cuarto trimestre, aunque mantuvo tasas muy negativas (véase gráfico 16). Los indicadores del conjunto del sector relativos a consumos intermedios y empleo presentaron, en comparación con los trimestres previos, una ralentización significativa en su ritmo de deterioro interanual. Adicionalmente, el indicador de confianza de los empresarios de la construcción mostró una cierta re-

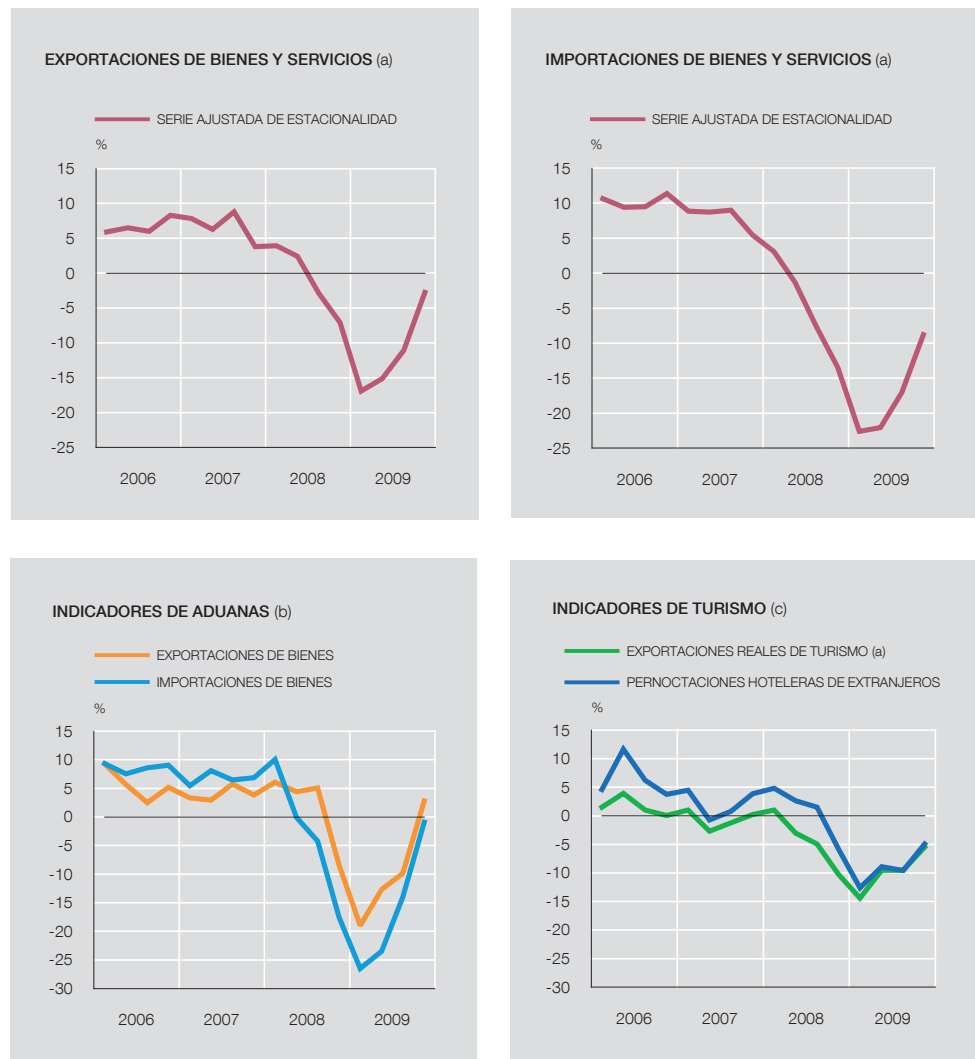


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Comisión Europea, Eurostat, OFICEMEN y Banco de España.

- a. Tasas interanuales, calculadas sobre la serie ajustada de estacionalidad.
- b. Indicador normalizado (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).
- c. Índice de Producción de la Industria de la Construcción (Eurostat). Tasas interanuales, calculadas sobre la serie original.

cuperación en el último trimestre de 2009, aunque dentro de un contexto de cierta volatilidad que le llevó a retroceder, de nuevo, en enero de este año.

Atendiendo al desglose por componentes de la inversión, la inversión en edificación residencial se habría reducido a un ritmo interanual ligeramente inferior al observado en el trimestre precedente, si bien el significativo descenso en el saldo de las viviendas en construcción, según se desprende de las reducidas cifras de visados de obra nueva y de la terminación de un volumen todavía elevado de proyectos comenzados en ejercicios anteriores, hace que prosiga la tónica de intensa contracción en la actividad del sector. Por el lado de la demanda de viviendas, durante los últimos meses se ha apreciado un freno en la disminución de las compraventas, de acuerdo con la Estadística de Transmisión de Derechos Patrimoniales y con el número de nuevas hipotecas constituidas. Esta evolución algo menos desfavorable podría estar relacionada con la mejora de los indicadores de accesibilidad, que, a su vez, se explica por los descensos de los tipos de interés y de los precios de la vivienda. No obstante, al igual que en trimestres previos, continuaron estando presentes los factores que frenan la demanda de vivienda, como la incertidumbre sobre las rentas de los hogares generada por el aumento



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía y Hacienda, y Banco de España.

- a. Datos de la CNTR a precios constantes.
- b. Series deflactadas, ajustadas de estacionalidad.
- c. Series ajustadas de estacionalidad.

de la tasa de paro y el mantenimiento de condiciones estrictas para la concesión de financiación. Respecto a los otros componentes de la inversión en construcción, la edificación no residencial habría mostrado una severa pérdida de tono a finales de 2009, según los datos de visados de obra nueva, mientras que se habría mantenido el impulso de la obra civil, vinculado a la ejecución de las obras ligadas al Fondo Estatal de Inversión Local.

Por lo que se refiere a los intercambios con el exterior, la última información disponible apunta a que en el cuarto trimestre de 2009 la aportación positiva de la demanda exterior habría continuado siendo elevada, aunque inferior a la observada en el tercer trimestre, en un contexto en que siguieron observándose retrocesos interanuales tanto de las exportaciones como, en mayor medida, de las importaciones (véase gráfico 17). No obstante, el ritmo de descenso interanual de ambos flujos se frenó sustancialmente, de modo que, en términos intertrimestrales, las exportaciones y las importaciones registraron, como en el trimestre previo, una tasa positiva, tras las fuertes caídas del primer semestre del año. Esta recuperación

de los intercambios exteriores está en línea con el contexto internacional menos desfavorable, que se reflejó en la salida de la recesión de las principales economías avanzadas durante el tercer trimestre de 2009, y con la menor contracción de la demanda nacional y de la producción industrial en España. Por otro lado, la tendencia a la apreciación del euro en el cuarto trimestre habría conducido a un ligero empeoramiento de los indicadores de competitividad-precio de España frente a los países desarrollados, en comparación con los observados en iguales fechas del ejercicio anterior.

De acuerdo con los datos procedentes de Aduanas, las exportaciones reales de bienes mejoraron de forma notable en el último trimestre del año, registrando un incremento del 1,3% en el promedio de octubre y noviembre, en tasa interanual, frente a la caída del 9,6% del tercer trimestre. Por tipo de productos, este avance vino explicado por las ventas de bienes intermedios no energéticos y por las de bienes de consumo no alimenticio, que registraron tasas positivas, mientras que las ventas de bienes de equipo acentuaron su debilidad. Cabe destacar el comportamiento positivo de las exportaciones de automóviles en los últimos meses del año, tras el intenso deterioro que mostraron durante la primera mitad de 2009, gracias a la recuperación que experimentó la demanda europea de automóviles, como consecuencia de los planes de ayudas directas a la compra de vehículos puestos en marcha en algunos de los principales países europeos. Por áreas geográficas, en los últimos meses de 2009 las exportaciones a la UE frenaron su ritmo de deterioro, en consonancia con la incipiente recuperación que mostraron las principales economías de esta zona, al tiempo que se moderó el retroceso de las ventas a terceros mercados, fundamentalmente a los países asiáticos.

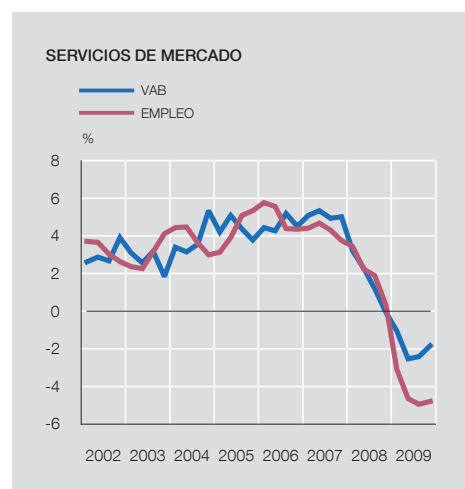
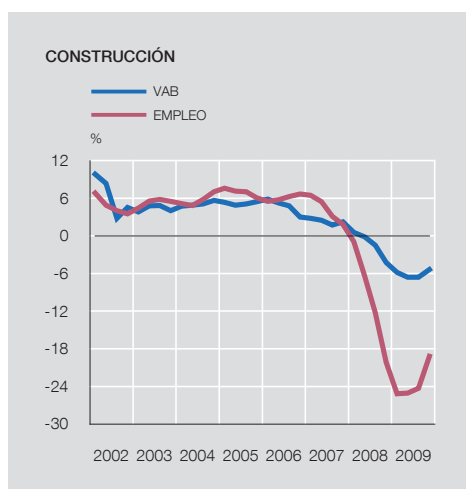
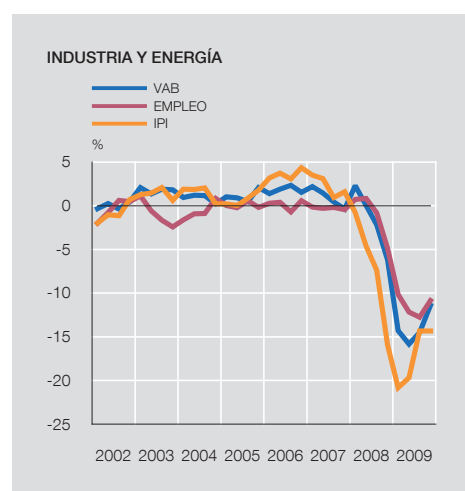
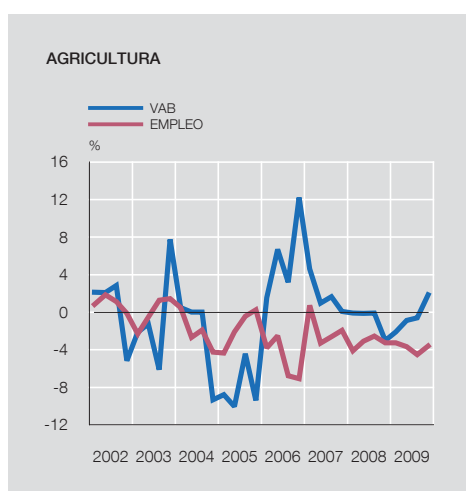
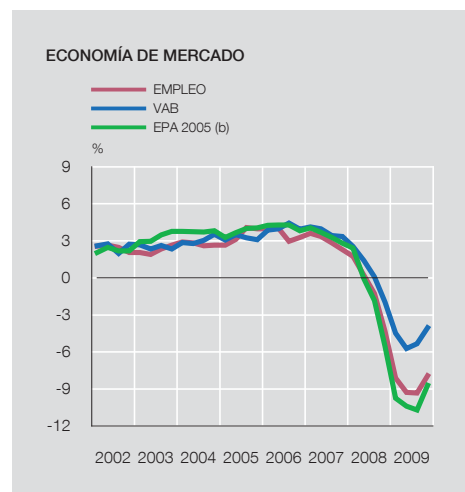
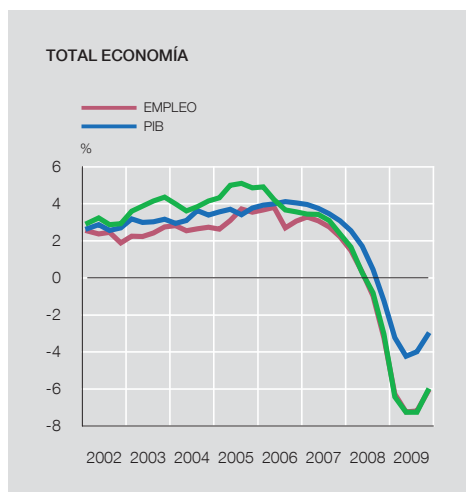
En cuanto a las exportaciones de servicios turísticos, la información de Balanza de Pagos, disponible hasta noviembre, apunta hacia una ralentización de su ritmo de caída en el tramo final de 2009, en términos nominales. Asimismo, de acuerdo con EGATUR, el gasto nominal de los turistas descendió un 3,3% en el cuarto trimestre, frente al -7,4% del trimestre anterior. En esta misma dirección apuntan los indicadores reales de turismo, como la entrada de turistas en España y el número de pernoctaciones hoteleras, que aminoraron su descenso interanual en el cuarto trimestre de 2009. Por su parte, las exportaciones reales de servicios no turísticos, a tenor de los datos de Balanza de Pagos referidos a octubre y noviembre, habrían atenuado su tasa de caída en el cuarto trimestre de 2009, en línea con la evolución menos desfavorable del comercio de mercancías y del tráfico de pasajeros.

En la vertiente importadora, según los datos de Aduanas, las compras de bienes al exterior se estabilizaron en tasa interanual en el período octubre-noviembre, frente al descenso del 13,8% del tercer trimestre. Por grupos de productos, destacó el tono positivo de la adquisición de bienes de consumo, con un incremento del 8,7% en ese período, debido a los avances que experimentaron tanto los alimentos como los automóviles. Por su parte, las compras de bienes intermedios y de bienes de equipo atenuaron su debilidad, aunque las importaciones de estos últimos continuaron registrando una contracción muy severa en el período octubre-noviembre (del 16%, frente al descenso del 23% en el tercer trimestre).

Por último, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos de octubre y noviembre, las importaciones reales de servicios habrían moderado levemente su ritmo de descenso en el último trimestre de 2009, reflejando una evolución algo menos desfavorable de la rúbrica de turismo, mientras que continuó la debilidad de las compras de servicios no turísticos.

4.2 Producción y empleo

La información disponible apunta a una ralentización del descenso interanual del valor añadido bruto de la economía de mercado hasta el entorno del 4% en el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 18). En el caso de las ramas industriales, el índice de producción industrial (IPI)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Fomento y Banco de España.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series ajustadas de estacionalidad, excepto sobre series brutas en la EPA. Empleo en términos de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo. Para los trimestres incompletos, tasa interanual del período disponible dentro del trimestre.
b. Series enlazadas en el Servicio de Estudios del Banco de España de acuerdo con la información de la muestra testigo realizada con la metodología vigente hasta el cuarto trimestre de 2004.

se contrajo en los meses de octubre y noviembre a una tasa interanual mucho más moderada que la del tercer trimestre. La mejora fue generalizada por tipo de productos, con la excepción de las ramas energéticas. La producción de bienes alimenticios alcanzó incluso tasas de crecimiento interanual positivas en el bimestre octubre-noviembre. Finalmente, respecto a los indicadores de opinión del sector, el índice de confianza continuó mejorando gradualmente en el cuarto trimestre, y también en enero de 2010, alejándose paulatinamente de los mínimos alcanzados a principios de 2009. Por el contrario, el índice de directores de compras del sector manufacturero disminuyó ligeramente en el trimestre final del año.

Por lo que se refiere al sector de servicios de mercado, la última información coyuntural disponible apunta igualmente a una caída interanual en el cuarto trimestre de 2009 de menor magnitud que la del tercero. Entre los indicadores cuantitativos de este sector, la cifra de negocios continuó aminorando su ritmo de descenso interanual en noviembre, al tiempo que las ventas de servicios de las grandes empresas registraron, en términos reales y corregidos de calendario, una disminución del 8% en el promedio de octubre y noviembre, caída inferior en 2,5 pp a la del trimestre anterior. Respecto a los indicadores de opinión, en el cuarto trimestre se observó una mejora tanto en la confianza de los servicios como en el PMI, cuyo nivel permanece todavía en terreno recesivo. Ya en enero, la confianza en los servicios experimentó un notable retroceso.

En cuanto al mercado laboral, la información disponible apunta a una ralentización en el ritmo de deterioro del empleo en el cuarto trimestre de 2009. En concreto, el número medio de afiliados a la Seguridad Social disminuyó un 4,6% en el último trimestre, frente al -6% registrado en el tercero. Por su parte, la disminución interanual de la contratación registrada en el INEM fue menos acusada en el período octubre-diciembre que en el tercer trimestre, con crecimientos interanuales positivos en los dos últimos meses del año.

Finalmente, la EPA del cuarto trimestre muestra una caída interanual del empleo del 6,1%, inferior en 1,2 pp a la del trimestre anterior. Este menor descenso del empleo habría afectado a todas las ramas de la economía de mercado, especialmente a la construcción y a la industria, mientras que los servicios de mercado mantuvieron un descenso muy similar al registrado el trimestre precedente.

La ralentización en el ritmo de caída del empleo se concentró en el colectivo de asalariados, que disminuyeron un 5%, frente al 6,5% del trimestre pasado, puesto que los no asalariados retrocedieron un 11,1%, algo por encima de lo observado en los meses de verano. La destrucción de empleo fue, como en los últimos trimestres, más acusada entre los trabajadores de nacionalidad extranjera (-11,8%), mientras que el empleo entre el colectivo de nacionalidad española se redujo un 5,1% (-6,8% en el tercer trimestre). Por lo que respecta a la duración del contrato, los asalariados temporales moderaron su ritmo de caída interanual (-14,7%), si bien continuaron mostrando un ajuste muy superior al observado entre el colectivo con empleo indefinido, que disminuyó un 1,3%, algo por debajo del descenso registrado el trimestre precedente (-1,7%). Como resultado, la ratio de temporalidad se situó en el 25,1%, 2,8 pp inferior a la observada un año antes. Por último, la contratación a tiempo parcial disminuyó levemente (-0,3%), frente a la intensa reducción de la correspondiente a tiempo completo, volviendo a elevar, como en los últimos trimestres, la ratio de parcialidad hasta el 13,3%, frente al 12,5% de un año antes.

La población activa descendió un 0,4% en el cuarto trimestre del año, respecto al mismo período de 2008, continuando el perfil de progresiva ralentización observado a lo largo del año. Este descenso fue consecuencia de la desaceleración de la población mayor de 16 años, que se incrementó un 0,2% (0,4% en el trimestre anterior), y de una nueva caída interanual de

la tasa de actividad (-0,3 pp). Atendiendo a la desagregación por sexos, la población activa femenina moderó su crecimiento hasta el 1% (2,6% en el tercer trimestre), mientras que el colectivo masculino mantuvo un descenso similar al registrado hace tres meses (-1,5%). Por nacionalidad, los activos de nacionalidad extranjera disminuyeron, por primera vez en los últimos años, un 1,2%, como consecuencia tanto de las menores entradas de inmigrantes (0,4%, frente al 2,1% del trimestre pasado) como del descenso observado en su tasa de actividad. Los activos de nacionalidad española mantuvieron un descenso interanual similar al observado en el trimestre pasado (-0,3%).

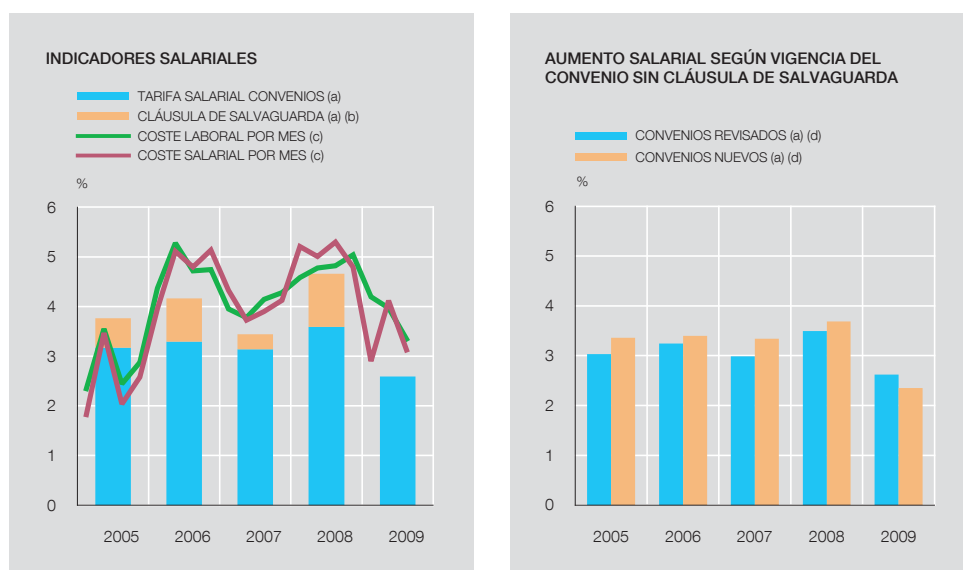
Finalmente, el desempleo aumentó en torno a 203.000 personas en el cuarto trimestre del año, a pesar del descenso en la población activa. No obstante, el aumento interanual del desempleo se moderó hasta alrededor de 1,12 millones de personas, con una tasa de variación interanual del 34,9%, por debajo del 54,7% del tercer trimestre. La tasa de paro se elevó casi 1 pp en el trimestre, hasta el 18,8%, aunque en términos interanuales moderó su avance. El paro registrado del INEM coincidió en mostrar una ralentización en el aumento del número de parados en los últimos meses de 2009, con un incremento interanual cercano al 30%, tras el 43,5% del tercer trimestre del año.

4.3 Costes y precios

Los acuerdos alcanzados en el ámbito de la negociación colectiva de 2009 afectaron a algo más de 8,6 millones de trabajadores (cifra muy similar a la correspondiente a 2008). El año concluyó con un aumento de las tarifas salariales del 2,6%, 1 pp por debajo del pactado en 2008. Esta ralentización, sin embargo, no ha estado en proporción con la intensidad de los procesos de desinflación y de deterioro del mercado de trabajo que caracterizaron el pasado ejercicio. Además, el incremento pactado en los convenios de nueva firma, a los que está acogido un colectivo solo ligeramente superior al millón de trabajadores, fue muy similar (del 2,3%), lo que denota la escasa sensibilidad de la negociación salarial a las adversas condiciones del mercado laboral. Finalmente, las cláusulas de salvaguarda, que tuvieron un fuerte impacto sobre los costes salariales en 2008, dejaron de influir en 2009, dada la reducción de la inflación (véase gráfico 19).

En términos de la CNTR, el tercer trimestre de 2009 mostró una moderación de ocho décimas en el crecimiento de la remuneración por asalariado en el total de la economía, hasta el 3,9% (y dos décimas en la economía de mercado, hasta el 3,8). Con todo, estos crecimientos son notablemente superiores a los incrementos salariales acordados en la negociación colectiva, lo que refleja la deriva positiva asociada a los efectos de composición que se observan habitualmente en períodos de fuerte destrucción de empleo, al destruirse comparativamente más puestos de trabajo con una remuneración inferior a la media. Para el cierre del año, se espera una moderación adicional del ritmo de expansión de la remuneración por asalariado, aunque esta habría continuado expandiéndose a una tasa sustancialmente superior a la de los precios (véase gráfico 20). Este crecimiento algo menor de los salarios de Contabilidad Nacional, junto con la estabilización del ritmo de avance de la productividad, habría conducido en el cuarto trimestre a una desaceleración adicional de los costes laborales unitarios, hasta registrar una tasa de variación prácticamente nula.

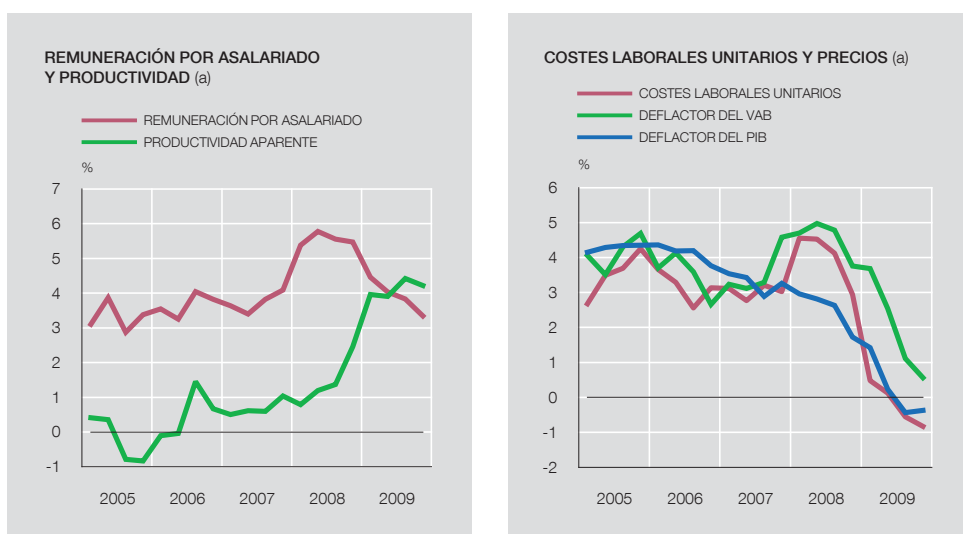
Para el trimestre final de 2009 se estima que el componente interior de la inflación (medido por la tasa de variación del deflactor del PIB) habría descendido a un ritmo similar al del tercer trimestre. Al tiempo, se habría moderado la caída de los precios de las importaciones, como consecuencia de la evolución del precio del petróleo, lo que se tradujo en una disminución menos pronunciada del deflactor de la demanda final. Entre los componentes de este último, se estima que la moderación de las reducciones de los deflatores de las exportaciones de bienes y de los correspondientes a los principales componentes de la demanda nacional fue generalizada en el cuarto trimestre.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

- a. El último año, con información de convenios colectivos hasta octubre de 2009.
- b. Cláusula de salvaguarda del año anterior.
- c. ETCL. Tasas de variación interanuales.
- d. Revisados: convenios con efectos económicos en el ejercicio, pero que se firmaron en años anteriores, con vigencia superior al año. Nuevos: convenios que se han firmado en el ejercicio, con efectos económicos en el mismo, siendo este el primer año de vigencia o el único.

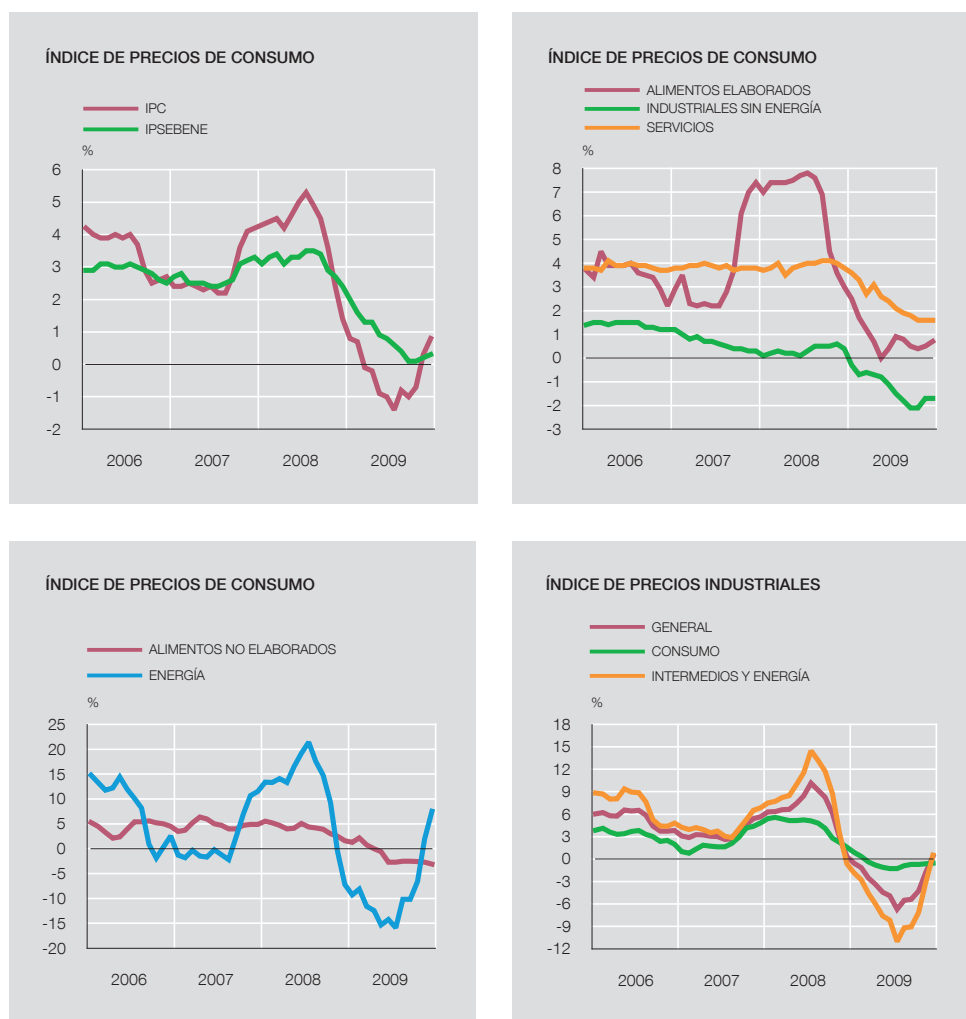
PRECIOS Y COSTES LABORALES EN LA ECONOMÍA DE MERCADO



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Tasas de variación interanuales sobre series ajustadas de estacionalidad de la CNTR.

En particular, en el cuarto trimestre los distintos indicadores de precios de consumo incrementaron sus tasas de crecimiento. Así, el IPC, que en septiembre había registrado un descenso del 1%, cerró el cuarto trimestre con un crecimiento positivo del 0,8% (véase gráfico 21). En media del trimestre, el aumento fue del 0,1%, frente a la caída del 1% en el período previo. El repunte del índice general en el cuarto trimestre se explicó fundamentalmente por la reversión de los efectos base en los precios energéticos, que crecieron un 0,7%, tras el descenso del 12,1% en el tercer trimestre. Esto fue consecuencia del aumento de los precios de los carbu-



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

rantes y combustibles, en paralelo al encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales en términos interanuales, que fue contrarrestado solo parcialmente por la apreciación del euro frente al dólar. Por el contrario, los demás componentes del IPC continuaron acusando los efectos de la debilidad de la demanda. En concreto, los precios de los bienes industriales no energéticos siguieron cayendo a un ritmo similar al del tercer trimestre (-1,8%), con descensos intensos de los precios de los automóviles, como consecuencia de la proliferación de ofertas y del plan de incentivos directos para la compra de vehículos. Los precios de los servicios continuaron reduciendo su tasa de crecimiento hasta el 1,6%, en contraste con las tasas, próximas al 4%, registradas un año antes. Los precios de los alimentos elaborados se desaceleraron hasta el 0,5%, dos décimas menos que en el período julio-septiembre, y los de los alimentos no elaborados intensificaron su descenso hasta el 2,8%. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el IPSEBENE —índice que excluye los precios de la energía y de los alimentos no elaborados— continuó la senda descendente iniciada a finales de 2008, y registró una tasa interanual del 0,2% en la media del cuarto trimestre (dos décimas menos que en el tercero). En el recuadro 4 se examina la evolución de la inflación a lo largo de 2009, prestando atención a algunos bienes y servicios donde la moderación de los precios ha sido más significativa.

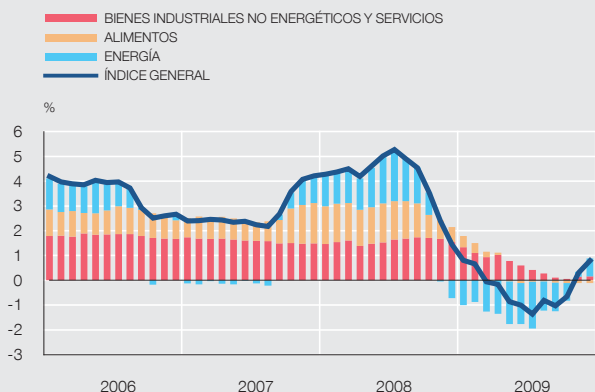
La inflación en España —aproximada por la tasa de crecimiento del índice de precios de consumo (IPC)— experimentó una variación negativa en 2009, por primera vez desde 1952. En concreto, la tasa media del pasado año fue del -0,3%, 4,4 pp por debajo de la de 2008. Además, el diferencial de inflación frente al conjunto de países del área del euro —medido con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— se hizo negativo (-0,5 pp) por primera vez desde el inicio de la Unión Monetaria, período en el que apenas había mostrado oscilaciones respecto a su media (0,9 pp). En todo caso, la fuerte disminución de la inflación en España en el promedio anual fue compatible con una evolución diferenciada entre las dos mitades del año. Así, la acusada desaceleración que venía registrando la inflación desde el verano de 2008 continuó durante el primer semestre de 2009, hasta mostrar el IPC una caída del 1,4% en el mes de julio. Con posterioridad, el ritmo de crecimiento del IPC ha ido aumentando paulatinamente, de modo que se situó en el 0,8% en diciembre de 2009. La trayectoria de la inflación en el conjunto del área del euro ha sido similar, si bien las fluctuaciones en España han sido mucho más acentuadas. Así, el diferencial de inflación alcanzó su mínimo en -0,9 pp en julio de 2009, haciéndose con posterioridad cada vez menos favorable a España, hasta anularse en diciembre.

La evolución de la tasa de inflación que se ha descrito estuvo determinada por dos fenómenos de naturaleza muy diferenciada: por un

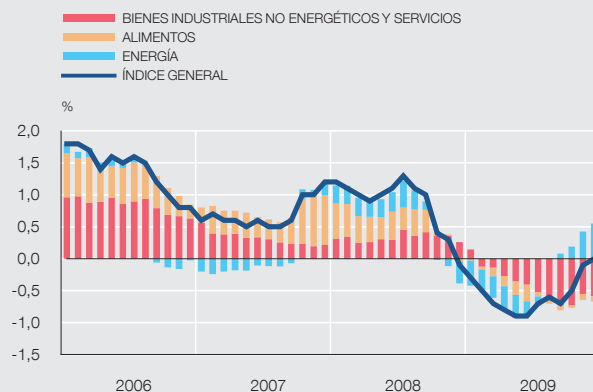
lado, por efectos puramente estadísticos, de naturaleza transitoria, que surgen al comparar la evolución de la inflación con la observada un año antes; por otro lado, el contexto fuertemente recesivo y, en particular, la intensa contracción del consumo de las familias. Ambos factores contribuyeron a la reducción de la inflación media del año. Además, el primero de ellos motivó el perfil descendente del primer semestre y ascendente del segundo.

En efecto, comenzando por el primero de esos dos factores, las oscilaciones en la inflación agregada durante 2009 estuvieron muy ligadas al ritmo de crecimiento de los precios de los productos energéticos, cuyas contribuciones a la tasa interanual de crecimiento del IPC se reflejan en las barras azules del gráfico 1. La pronunciada caída de la tasa de variación de los precios de estos bienes durante el primer semestre de 2009 reflejó efectos transitorios de comparación. El mayor peso relativo de los gastos en productos derivados del petróleo en el conjunto del gasto de las familias españolas respecto a las de la UEM, la menor carga de los impuestos específicos que gravan estos productos en España y la mayor relevancia de los efectos indirectos y de segunda vuelta en nuestro país explican que las variaciones del precio de petróleo tengan un mayor efecto sobre los precios españoles que sobre los de la zona del euro, de modo que el diferencial de inflación de España con la UEM se ve afectado

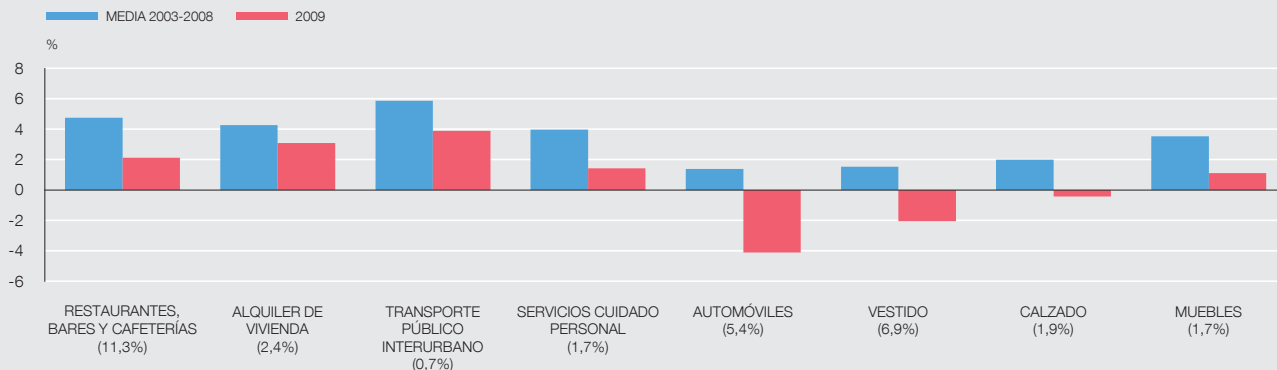
1 CONTRIBUCIÓN A LA TASA DE CRECIMIENTO DEL IPC



2 CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



3 SELECCIÓN DE SUBCLASES DE SERVICIOS Y DE BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS. TASAS DE VARIACIÓN (ENTRE PARÉNTESIS, EL PESO DE CADA PARTIDA EN EL ÍNDICE GENERAL EN EL AÑO 2009)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

de forma importante por las fluctuaciones en la cotización del crudo (gráfico 2).

En segundo lugar, la pronunciada caída del gasto de los hogares motivó una moderación de los precios de las empresas españolas muy superior al observado históricamente, a través de la contracción de sus márgenes y de la contención de los costes laborales unitarios. Esta última se produjo mediante la obtención de ganancias de productividad, a su vez procedentes del ajuste del empleo, en un contexto en que los costes salariales prácticamente no se adaptaron a la desfavorable evolución cíclica. Por grupos de bienes, estos efectos se manifestaron fundamentalmente en los servicios y en los bienes industriales no energéticos, cuya contribución a la evolución de la inflación a lo largo de 2009 viene descrita por las barras rojas del gráfico 1. Además, la contracción del gasto de los hogares fue comparativamente mucho más pronunciada en España que en el área del euro, lo que explica que la contribución del diferencial de inflación de estos grupos de bienes al diferencial total se tornara crecientemente negativa desde comienzos de 2009 (véanse las barras rojas del gráfico 2).

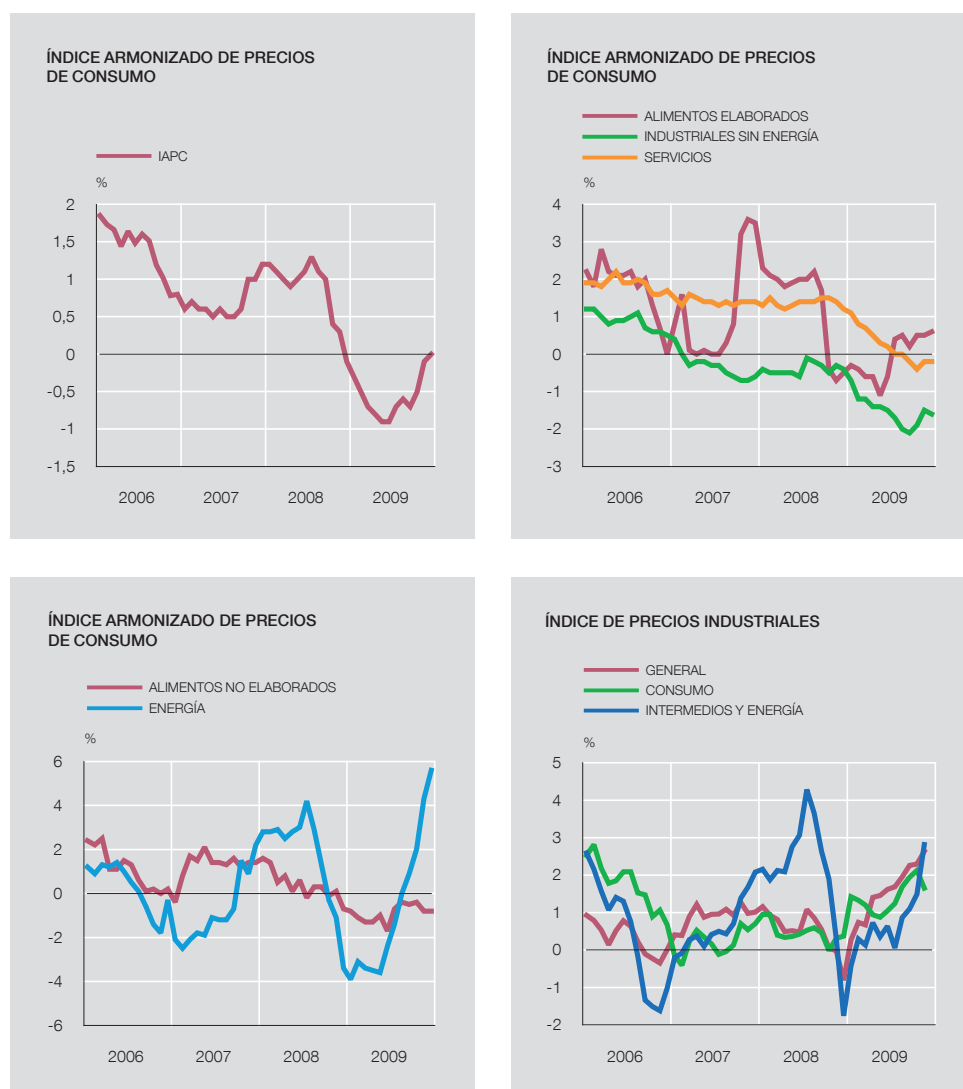
El caso de los servicios resulta especialmente llamativo, pues sus precios, que históricamente se habían caracterizado por un elevado grado de rigidez, registraron en 2009 una acusada desaceleración, como reflejo de la intensa caída del gasto de los hogares. Así, cerraron el año con un incremento del 1,4% en términos del IAPC, 2,4 pp por debajo de diciembre de 2008. Además, puesto que el recorte fue mucho más intenso que en el área del euro, el diferencial se redujo hasta hacerse favorable a España por primera vez desde el inicio de la UEM (-0,2 pp en diciembre de 2009). El ajuste en los precios de consumo de los bienes industriales no energéticos fue igualmente notable, en un contexto en el que los precios industriales de este tipo de bienes se moderaron gradualmente y sus precios de importación mostraron una trayectoria descendente, registrando notables caídas en los meses finales de 2009. Así, el IAPC de este tipo de bienes registró un descenso del 1,2% en diciembre, 1,6 pp por debajo del mismo mes del año anterior. La moderación de estos precios fue más intensa que en la UEM, acrecentándose el diferencial negativo hasta -1,5 pp.

En el gráfico 3 se analizan las subclases de servicios y bienes industriales no energéticos que contribuyeron en mayor medida a la desaceleración de la inflación total el pasado año, comparando las tasas de inflación observadas en 2009 con las tasas medias del período 2003-2008. Entre los servicios, cabe destacar el caso de los precios del agregado de restaurantes, bares y cafeterías, que terminaron 2009 creciendo un 1,4%, muy por debajo de los aumentos próximos al 5% que venían registrando en años anteriores. Los servicios de alquiler de vivienda, que tradicionalmente habían mostrado aumentos muy estables, registraron una notable desaceleración, no ajena al hecho de que la Ley de Arrendamientos Urbanos ligue al IPC la actualización de las rentas de los contratos de alquiler. Por último, también fue notable la reducción del ritmo de variación de los precios de los servicios de transporte, que, no obstante, no se explica solo por la contracción del gasto, sino también por la evolución de las tasas de crecimiento de los precios de los combustibles. Entre los bienes industriales no energéticos, algunos productos, como los automóviles, registraron una reducción significativa de su demanda, lo que motivó la aprobación de subvenciones para la adquisición de vehículos (Plan 2000 E), que vinieron acompañadas de reducciones de precios por parte de los fabricantes o importadores de vehículos. En este contexto, los precios de los automóviles en diciembre de 2009 fueron un 5% inferiores a los del mismo mes del año anterior. Otros bienes —como los de prendas de vestir y calzado— también se abataron como consecuencia de la menor demanda, a lo que cabe añadir probablemente las fuertes presiones competitivas, debido al peso creciente de los nuevos países productores, particularmente China.

Es posible que los efectos transitorios de comparación antes comentados conduzcan a una cierta trayectoria ascendente de la tasa de variación interanual del IPC en el primer semestre de 2010, aunque el todavía escaso dinamismo que mantendría el gasto de los hogares tendería a moderar esa evolución alcista de los precios. Ya en la segunda mitad del año, los aumentos de los tipos normal y reducido del IVA provocarán un incremento adicional de las tasas de inflación, aunque su impacto dependerá de la fortaleza que muestre la demanda en ese período.

El repunte de la inflación en los meses finales del año, medido por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), fue algo más intenso en España que en la zona del euro, de forma que el diferencial negativo, que había sido de 0,7 pp por término medio en el tercer trimestre, se acortó hasta 0,2 pp por término medio en el cuarto, anulándose en diciembre (véase gráfico 22). El menor crecimiento de los precios en España es bastante generalizado por componentes, con la excepción de la energía y de los alimentos elaborados, que presentaron diferenciales positivos en el cuarto trimestre de 2009. En términos de la inflación subyacente, el diferencial continuó siendo negativo en el cuarto trimestre, en una magnitud de 0,7 pp, al igual que en el tercer trimestre.

El índice de precios industriales repuntó en diciembre hasta una tasa interanual del 0,4%, tras once meses de continuos descensos. Como en el caso del IPC, esta evolución se expli-



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a. Tasas interanuales sobre las series originales.

ca por el impulso de los precios energéticos, que crecieron un 6%. La caída en los precios de los bienes intermedios también se atenuó, al tiempo que los precios de producción tanto de los bienes de consumo como de los bienes de equipo mantuvieron un comportamiento muy moderado. En comparación con la UEM, se mantuvo, con información hasta noviembre, un diferencial positivo en todos los componentes principales. Finalmente, los índices de precios de importación y exportación de productos industriales atenuaron su caída, hasta alcanzar en el mes de noviembre unas tasas del -3,1% y del -1,7%, respectivamente. Al igual que en el resto de indicadores de precios, la aceleración vino motivada por el repunte de los precios energéticos.

4.4 La actuación del Estado

El Gobierno presentó el pasado 29 de enero la última Actualización del Programa de Estabilidad (APE), con estimaciones y proyecciones macroeconómicas y fiscales para el período 2009-2013. Con respecto a los Presupuestos Generales del Estado, la APE ha mantenido el crecimiento del PIB real estimado para los años 2009 y 2010 en el -3,6% y el -0,3%, respectivamente. Asimismo, se ha revisado a la baja el saldo de las cuentas públicas en 2009, antici-

pándose ahora un déficit del conjunto de las Administraciones Públicas del 11,4% del PIB. En los años siguientes, en un contexto de progresiva recuperación de la economía, se prevé que el déficit público se reduzca progresivamente hasta el 3% en 2013, cumpliendo con las directrices del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Por subsectores, el saldo público de 2009 vendrá determinado principalmente por el de la Administración Central, para la que se espera un déficit del 9,5% del PIB, mientras que la Seguridad Social registrará un superávit del 0,8% del PIB (véase recuadro 5). Asimismo, se anticipa que las Comunidades Autónomas (véase recuadro 6) y las Corporaciones Locales cerrarán el ejercicio con sendos saldos deficitarios, del 2,2% y del 0,5% del PIB, respectivamente.

La reducción del déficit público proyectada en el Programa de Estabilidad se concentraría en la Administración Central, y en particular en el gasto público. Para ello, el Gobierno ha anunciado un recorte adicional del gasto presupuestado inicialmente para este año, equivalente al 0,5% del PIB. Adicionalmente, para el resto del horizonte del Programa, el Consejo de Ministros acordó un Plan de Austeridad 2011-2013, que plantea un recorte del gasto equivalente al 2,6% del PIB en el conjunto del período, que afectará a los gastos de personal (-0,3% del PIB), a los de funcionamiento (-0,2%), a las inversiones (-0,5%) y a las transferencias y otros gastos (-1,6%).

Por lo que respecta a la ejecución presupuestaria, siguiendo la metodología de la Contabilidad Nacional y con la información disponible hasta noviembre de 2009, el Estado registró hasta noviembre un déficit de 71.524 millones de euros (6,8% del PIB), muy superior al déficit de 13.967 millones (1,3% del PIB) registrado en el mismo período de 2008. Debe tenerse en cuenta que el saldo del Estado presenta una elevada estacionalidad y diciembre es un mes en el que tradicionalmente se produce un deterioro del saldo alcanzado hasta el mes anterior, lo que apunta a que el déficit registrado por la Administración Central hasta noviembre se ampliará al cierre del ejercicio. En la misma línea apunta la información sobre las cuentas del Estado según el criterio de caja, que registraron un déficit de 68.508 millones de euros, frente al déficit de 11.038 millones en noviembre de 2008. Las discrepancias entre ambos saldos (Contabilidad Nacional y caja) responden principalmente, como es habitual, a los ajustes por el diferente criterio de imputación de intereses y por la variación en los derechos y obligaciones pendientes.

Siguiendo con el criterio de caja, los ingresos del Estado experimentaron una reducción que parece compatible con la prevista en el Avance de liquidación del Presupuesto. Esta evolución refleja el impacto de algunas medidas discrecionales, en especial el impacto residual en los últimos meses de 2009 de la deducción de hasta 400 euros en el IRPF y el adelanto de devoluciones del IVA por el nuevo calendario mensual. En particular, la recaudación tanto de los ingresos directos como de los indirectos registró caídas superiores al 25%.

Para la descripción de los ingresos públicos, se cuenta además con la información sobre la recaudación total de las principales figuras impositivas, tanto de la parte asignada al Estado como de la que corresponde a las Administraciones Territoriales de régimen común. De acuerdo con esta información, el deterioro de los ingresos se atenuó ligeramente en los últimos meses de manera generalizada. En conjunto, la recaudación se ha visto afectada tanto por la débil evolución de las bases imponibles, achacable al impacto de la crisis económica, como por el impacto de algunas medidas discrecionales. En el caso del IRPF, las retenciones del trabajo se redujeron un 3,3%, influidas por la reducción de dos puntos en el tipo de retención por gastos hipotecarios para rentas menores de 30.000 euros introducida este año y por el impacto residual de la deducción de hasta 400 euros introducida en la segunda mitad de 2008, que no se compensará totalmente hasta finales de año, mientras que las procedentes de ganancias en fondos de inversión dis-

El subsector Administraciones de Seguridad Social de la Contabilidad Nacional incluye todas las unidades institucionales públicas que proporcionan prestaciones sociales. En el caso español, en concreto, estas administraciones comprenden el Sistema de Seguridad Social, el Sistema Público de Empleo Estatal y el Fondo de Garantía Salarial. La información periódica sobre ejecución presupuestaria se refiere básicamente a las dos primeras instituciones.

El cierre provisional del Sistema de la Seguridad Social se saldó con un superávit de 8.501 millones de euros en el año 2009, aunque aún no se conoce el detalle de todas las rúbricas. Los datos definitivos, que se presentan en el cuadro, se refieren a noviembre de 2009, cuando el superávit no financiero ascendía a 14.410 millones de euros (véase cuadro). Los ingresos no financieros mantienen un ritmo de avance prácticamente nulo en la segunda mitad de año, frente a unas caídas cercanas al 5% en los primeros meses de 2009. Esta evolución viene explicada por la merma de ingresos por cotizaciones sociales a lo largo del año (que, sin embargo, viene moderándose en los últimos meses), paralela a la evolución de las afiliaciones a la Seguridad Social (-3,9% en diciembre, frente a una caída máxima del 6,8% en abril). Los pagos no financieros, en cambio, continuaron creciendo en torno al 5,6%, manteniendo el ritmo de meses precedentes. El gasto en pensiones contributivas, que es la partida

más relevante, se ha estabilizado en torno al 6,6%. Esta rúbrica refleja siempre una gran inercia, explicada por la estabilidad en el número de pensiones, que avanzó un 1,7% hasta noviembre, mientras que la pensión media, con mayor volatilidad, aumentó un 3,4% en dicho mes.

Con respecto al Servicio Público de Empleo Estatal (SPEE), la información provisional hasta el mes de diciembre de 2009 anticipa un saldo también positivo, ligeramente superior a los 1.400 millones de euros. Sin embargo, el último dato definitivo hace referencia al mes de septiembre, con un superávit acumulado de 246 millones de euros hasta dicho mes. Este saldo es resultado de los menores ingresos por cotizaciones (-9,1% interanual hasta el tercer trimestre de 2009), junto con un aumento muy elevado del gasto por prestaciones (63,1% acumulado en ese mismo período). La información parcial de algunas rúbricas hasta diciembre permite explicar que la importante recuperación del saldo hasta final de año se apoya básicamente en el fuerte aumento de las transferencias corrientes del Estado y en la ralentización de los pagos por prestaciones de desempleo, que aumentaron un 54,2% en diciembre (tras registrar máximos del 68,5% en mayo y junio). Estos últimos muestran una evolución similar a la del registro de parados hasta diciembre, a pesar del repunte de la tasa de cobertura hasta el entorno del 80% en noviembre.

SISTEMA DE SEGURIDAD SOCIAL (a)
Operaciones corrientes y de capital, en términos de derechos y obligaciones reconocidos

Millones de euros y %

	Presupuesto			Liquidación: acumulado en el año hasta noviembre		
	2008	2009	% variación	2008	2009	% variación
	1	2	3=2/1	4	5	6=5/4
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	114.113	123.726	8,4	109.084	108.995	-0,1
1.1 Cotizaciones sociales	105.107	113.324	7,8	99.546	98.040	-1,5
1.2 Transferencias corrientes	6.796	7.439	9,5	6.428	7.608	18,4
1.3 Otros	2.209	2.963	34,1	3.111	3.347	7,6
2 PAGOS NO FINANCIEROS	106.080	114.476	7,9	89.538	94.585	5,6
2.1 Personal	2.390	2.453	2,7	2.078	2.145	3,2
2.2 Gastos en bienes y servicios	1.996	1.995	-0,1	1.620	1.430	-11,8
2.3 Transferencias corrientes	101.095	109.465	8,3	85.525	90.479	5,8
<i>Pensiones contributivas</i>	86.041	93.339	8,5	72.341	77.119	6,6
<i>Incapacidad temporal</i>	7.716	8.144	5,6	6.558	5.597	-14,7
<i>Resto</i>	7.339	7.982	8,8	6.626	7.763	17,2
2.4 Otros	599	563	-6,0	314	532	69,3
3 SALDO NO FINANCIERO	8.033	9.250	15,2	19.546	14.410	-26,3

FUENTES: Ministerios de Economía y Hacienda y de Trabajo e Inmigración, y Banco de España.

a. Solo se presentan datos referidos al Sistema, y no al total del sector de Administraciones de Seguridad Social.

Las Comunidades Autónomas (CCAA) han alcanzado un peso muy significativo en el conjunto de las Administraciones Públicas (AAPP), tanto en lo que se refiere a los ingresos como, sobre todo, a los gastos. Según las últimas cifras disponibles, del año 2008, las CCAA recibieron el 35,3% de los impuestos recaudados y gestionaron el 36,5% del total de gastos. Entre estos últimos, cabe destacar que las CCAA fueron responsables de más del 90% del gasto público en salud y en educación. Estas cifras subrayan la necesidad de prestar atención a la actividad presupuestaria de las CCAA, en particular en relación con su necesaria contribución a la estabilidad presupuestaria.

En este sentido, tras alcanzar un déficit del 1,6% del PIB para el conjunto de las CCAA en el año 2008 (último año cerrado), en el marco de las leyes de Estabilidad Presupuestaria, el Consejo de Política Fiscal y Financiera (CPFF) aprobó, el 7 de octubre de 2009, los objetivos de estabilidad presupuestaria¹ para las CCAA para el trienio 2010-2012, que establecen unos límites para los saldos de estas Administraciones del -2,5% del PIB en 2010, del -1,70% del PIB en 2011 y del -1,30% del PB en 2012, siempre que se presenten los correspondientes planes económico-financieros de reequilibrio. No obstante, debido a la coyuntura económica actual, el CPFF acordó que las CCAA que hubieran mantenido su déficit por debajo del 0,75% del PIB en el año 2008 estarían exentas de presentar planes

de reequilibrio². Por su parte, la Actualización del Programa de Estabilidad de España, publicado a finales de enero, prevé de hecho un déficit para el conjunto de las CCAA del 2,2% del PIB en 2009, que se reduciría hasta el -1,1% en el horizonte de 2013.

En el marco de estos objetivos de estabilidad, las CCAA han presentado sus proyectos presupuestarios para el año 2010, cuyas principales rúbricas se agregan en el cuadro adjunto³. Las previsiones presupuestarias apuntan a un fuerte deterioro del saldo, hasta un déficit del 2,3% del PIB, cuando se compara con el presupuesto inicial del año 2009 (-1% del PIB), aunque en línea con los objetivos acordados en el seno del CPFF para 2010. Este resultado surge de una fuerte caída de los ingresos (especialmente acusada en los impuestos), mientras que los gastos registran un pequeño aumento, del 0,3%.

Por el lado de los ingresos, destacan las fuertes caídas de los impuestos, tanto directos como indirectos, que en el caso de los primeros es más acusada que la presupuestada para el Estado, aunque en el año 2010 concurren algunas circunstancias que vale la pena resaltar.

2. Pueden acogerse a esta exención: Galicia, Andalucía, Asturias, Aragón, Canarias, Castilla y León y Madrid. 3. El cuadro presenta las cifras agregadas de los presupuestos iniciales de las CCAA y, en la última columna, los del Estado. No se incluyen, sin embargo, los presupuestos de las ciudades autónomas de Ceuta y Melilla.

1. Recuérdese que estos objetivos se establecen en términos de Contabilidad Nacional.

Millones de euros y %

	2008	2009	2010	Tasas de variación			Estado
				08/07	09/08	10/09	10/09
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	168.225	164.812	151.175	8,6	-2,0	-8,3	-13,8
Ingresos corrientes	159.416	154.730	142.673	8,6	-2,9	-7,8	-14,5
– Impuestos directos	32.202	38.400	30.161	18,3	19,2	-21,5	-13,3
– Impuestos indirectos	56.114	44.741	36.114	2,7	-20,3	-19,3	-18,9
– Tasas, precios y otros ingresos	4.546	4.737	4.816	5,6	4,2	1,7	-15,7
– Transferencias corrientes	65.997	66.261	71.039	9,5	0,4	7,2	-5,4
– Ingresos patrimoniales	557	592	543	40,4	6,4	-8,4	8,3
Ingresos de capital	8.808	10.081	8.503	8,6	14,5	-15,7	73,7
– Enajenación de inversiones reales	630	633	518	-2,2	0,4	-18,1	-10,5
– Transferencias de capital	8.178	9.449	7.984	9,6	15,5	-15,5	83,5
2 PAGOS NO FINANCIEROS	168.544	175.027	175.525	8,7	3,8	0,3	17,3
Pagos corrientes	136.373	142.599	145.649	8,7	4,6	2,1	18,1
– Gastos de personal	52.328	55.335	56.485	9,4	5,7	2,1	2,7
– Gastos corrientes en bienes y servicios	28.033	28.924	29.448	11,0	3,2	1,8	0,4
– Gastos financieros	2.489	2.741	3.695	4,6	10,1	34,8	33,3
– Transferencias corrientes	53.347	55.391	55.810	7,0	3,8	0,8	20,1
– Fondo de contingencia y otros imprevistos	175	209	212	11,7	19,2	1,4	29,6
Pagos de capital	32.171	32.428	29.875	8,7	0,8	-7,9	12,2
– Inversiones reales	16.381	15.975	13.254	6,5	-2,5	-17,0	-9,4
– Transferencias de capital	15.790	16.453	16.621	11,1	4,2	1,0	33,1
SALDO NO FINANCIERO	-319	-10.215	-24.350	–	–	–	–
% del PIB	0,0	-1,0	-2,3	–	–	–	–

FUENTES: Ministerio de Economía y Hacienda, Comunidades Autónomas y Banco de España.

En primer lugar, en el año 2010 se procederá a la liquidación definitiva de los impuestos gestionados por el Estado en el año 2008 en los que las CCAA tienen una participación: IRPF, IVA e impuestos especiales. Dado que la recaudación efectiva de ese año estuvo por debajo de la presupuestada, algunas CCAA recibieron unas cantidades excesivas de pagos a cuenta, que deberían devolver en 2010. Sin embargo, se permitirá a las CCAA que se encuentren en esta situación aplazar los pagos a años posteriores.

En segundo lugar, cabe resaltar la distorsión debida a la aprobación del nuevo sistema de financiación de las CCAA de régimen común a finales de 2009⁴. Dado que este nuevo sistema no ha podido ser incorporado a las cifras presupuestarias, las transferencias del Estado a las CCAA y la participación de estas en los impuestos cedidos mencionados anteriormente se han calculado con el sistema anterior (es decir, no se han tenido en cuenta los nuevos fondos aprobados ni la elevación de los porcentajes de cesión de impuestos). Para paliar en cierta medida este desfase, los Presupuestos Generales del Estado han incluido una partida de 9.750 millones de euros de transferencias corrientes a las CCAA como anticipo a cuenta del nuevo sistema, que las CCAA han recogido en sus presupuestos. Neto de este anticipo, el capítulo de ingresos por transferencias corrientes registraría una tasa del -7,5%.

Por lo que respecta a los gastos, se presupuesta una desaceleración con respecto al año anterior, aunque la tasa de variación se

4. Normativa publicada en el BOE de 19 de diciembre de 2009.

mantiene, como en años anteriores, por encima de la previsión para el PIB nominal⁵. En el capítulo de salarios, los Presupuestos Generales del Estado determinan el crecimiento salarial para todas las AAPP. Sin embargo, los aumentos presupuestados de los gastos de personal han sido tradicionalmente superiores en las CCAA que en el Estado, aunque esta circunstancia se trunca en los Presupuestos de 2010, en los que las CCAA prevén un incremento de los gastos de personal del 2,1%, algo por debajo del 2,7% proyectado por el Estado. Por otra parte, los gastos de compras y transferencias corrientes están muy ligados a las competencias de sanidad y educación en el caso de las CCAA. En ambos capítulos se presupuestan sendas desaceleraciones para 2010, aunque mantienen tasas de variación por encima del PIB nominal. En cuanto a la carga de intereses, se prevé un fuerte repunte en 2010 (del 34,8%), similar al del Estado, como consecuencia del aumento de la deuda emitida.

Finalmente, el aumento de los gastos corrientes contrasta con el intenso ajuste que sufren los pagos de capital en los Presupuestos de las CCAA, desacelerándose tanto las inversiones reales (hasta una tasa del -17%) como las transferencias de capital (hasta una tasa del 1%), en ambos casos por debajo de las tasas previstas en el Estado.

5. Tanto las previsiones de otoño de la Comisión Europea como las incluidas en los Presupuestos Generales del Estado (PGE) apuntan a una ligera caída del PIB en 2010, en términos nominales. En concreto, los PGE cifran la tasa de variación del PIB nominal en 2010 en el 0,3%.

minuyeron un 49,3%. En cuanto al impuesto sobre sociedades, pese a reducirse un 23,2% frente al mismo período de 2008, mejora su ritmo acumulado frente al trimestre precedente, debido al segundo pago fraccionado. En cualquier caso, esta evolución positiva no resulta representativa de la marcha de los beneficios de las sociedades, ya que su comparación está afectada por la libertad de opción de cálculo del pago del impuesto en 2008.

Por lo que respecta a los impuestos indirectos, el IVA continuó registrando los descensos más acusados —del 29,7%, en datos acumulados hasta noviembre—, aunque, como otras figuras tributarias, moderando sus ritmos de caída frente a trimestres precedentes. Además de por la caída del consumo y las transacciones inmobiliarias, su evolución refleja el efecto negativo sobre la recaudación derivado del adelanto en las devoluciones y el nuevo régimen de devoluciones mensuales, debido a la regulación introducida este año y que ha sido especialmente intenso en noviembre. Los impuestos especiales, por su parte, registraron un retroceso del -1,5%, frente al -4,9% del primer semestre, debido, en parte, a las subidas de tipos en los impuestos sobre hidrocarburos y tabaco aprobadas a mediados de año. Finalmente, los capítulos agregados en la rúbrica de Otros ingresos registraron un elevado crecimiento hasta noviembre, en parte explicado por las comisiones por avales prestados a raíz del Real Decreto Ley 7/2008, de 13 de octubre (de medidas urgentes en materia económico-financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona del Euro), y por las primas de emisión de la deuda pública emitida al descuento (que han resultado positivas ante la evolución a la baja de los tipos de interés).

Millones de euros y %

	Liquidación 2008	Variación porcentual 2008/2007	Avance de liquidación 2009	Variación porcentual 2009/2008	Liquidación ENE-SEP Variación porcentual 2009/2008	Liquidación		
						2008	2009	Variación
						ENE-NOV	ENE-NOV	porcentual
	1	2	3	4 = 3 / 1	5	6	7	8 = 7 / 6
1 INGRESOS NO FINANCIEROS	129.335	-19,1	100.682	-22,2	-24,4	120.150	95.092	-20,9
Impuestos directos	74.096	-23,6	57.979	-21,8	-29,8	70.128	51.955	-25,9
<i>IRPF</i>	43.413	-10,7	32.309	-25,6	-32,2	41.155	28.826	-30,0
<i>Sociedades</i>	27.301	-39,1	22.300	-18,3	-30,4	25.958	19.947	-23,2
<i>Otros (a)</i>	3.382	-4,2	3.370	-0,3	2,4	3.015	3.182	5,5
Impuestos indirectos	39.229	-19,0	25.471	-35,1	-31,1	37.925	27.900	-26,4
<i>IVA</i>	24.923	-26,2	11.491	-53,9	-41,6	24.676	16.081	-34,8
<i>Especiales</i>	11.220	-2,2	11.242	0,2	-13,7	10.398	9.297	-10,6
<i>Otros (b)</i>	3.086	-4,3	2.738	-11,3	-12,3	2.850	2.522	-11,5
Otros ingresos	16.011	11,1	17.232	7,6	22,3	12.097	15.237	26,0
2 PAGOS NO FINANCIEROS	148.082	6,0	184.012	24,3	25,3	131.188	163.601	24,7
Personal	25.231	6,6	26.873	6,5	4,8	21.796	22.952	5,3
Compras	4.538	1,9	4.803	5,8	1,7	3.565	4.009	12,4
Intereses	15.929	9,6	17.434	9,4	10,1	15.708	17.342	10,4
Transferencias corrientes	82.797	6,6	106.067	28,1	28,1	74.431	95.657	28,5
Inversiones reales	10.648	5,4	11.172	4,9	2,8	8.637	8.902	3,1
Transferencias de capital	8.940	-3,3	17.663	97,6	155,2	7.051	14.738	109,0
3 SALDO DE CAJA (3 = 1 - 2)	-18.747	—	-83.330	—	—	-11.038	-68.508	—
PRO MEMORIA: IMPUESTOS TOTALES (Estado más participación de las Administraciones Territoriales)								
IRPF	71.341	-1,8	65.734	-7,9	-10,9	67.109	59.809	-10,9
IVA	48.015	-14,0	29.281	-39,0	-33,9	45.965	32.299	-29,7
Impuestos especiales	19.570	-1,1	20.450	4,5	-2,5	18.020	17.758	-1,5

FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

- a. Incluye los ingresos por el impuesto sobre la renta de no residentes.
b. Incluye impuestos sobre primas de seguros y tráfico exterior.

Los pagos de caja del Estado registraron un aumento del 24,7% en términos acumulados hasta noviembre, desacelerándose ligeramente respecto al tercer trimestre del año. El vigoroso crecimiento del gasto se debe esencialmente a algunas transferencias del Estado a otras AAPP. Así, en las transferencias corrientes se incluye la transferencia al Servicio Público de Empleo Estatal para financiar las prestaciones por desempleo; y en las transferencias de capital, las dirigidas a Corporaciones Locales por el Fondo Estatal de Inversión Local. Respecto al resto, el crecimiento de los gastos de personal se aceleró hasta el 5,3%, mientras que el aumento de los pagos por intereses se situó en el 10,4%. Finalmente, las inversiones reales ganaron algo de dinamismo.

4.5 La balanza de pagos

En los once primeros meses de 2009, el saldo conjunto de las balanzas por cuenta corriente y de capital registró un déficit de 47.434 millones de euros, la mitad del observado en el mismo período del año anterior (véase cuadro 5). El descenso de este desequilibrio se debe, fundamentalmente, al menor déficit comercial y, en menor medida, a la corrección del déficit de rentas y de transferencias corrientes, ya que los saldos de servicios y de la cuenta de capital empeoraron.

En el período enero-noviembre de 2009, el déficit de la balanza comercial se redujo un 49% en términos interanuales, hasta alcanzar la cifra de 41.733 millones de euros. Este ritmo de

Millones de euros

		Enero-octubre		Tasa de variación 2009/2008 (b)
		2008	2009	
INGRESOS	Cuenta corriente	311.105	264.389	-15,0
	<i>Mercancías</i>	165.654	134.403	-18,9
	<i>Servicios</i>	83.179	75.288	-9,5
	— Turismo	37.287	33.704	-9,6
	— Otros servicios	45.891	41.584	-9,4
	<i>Rentas</i>	50.417	43.003	-14,7
	<i>Transferencias corrientes</i>	11.855	11.695	-1,3
	Cuenta de capital	6.147	4.580	-25,5
	Cuentas corriente + capital	317.251	268.969	-15,2
PAGOS	Cuenta corriente	400.335	310.314	-22,5
	<i>Mercancías</i>	241.208	171.731	-28,8
	<i>Servicios</i>	59.444	52.480	-11,7
	— Turismo	11.872	10.103	-14,9
	— Otros servicios	47.571	42.377	-10,9
	<i>Rentas</i>	78.284	65.318	-16,6
	<i>Transferencias corrientes</i>	21.399	20.786	-2,9
	Cuenta de capital	1.101	1.809	64,4
	Cuentas corriente + capital	401.436	312.123	-22,2
SALDOS	Cuenta corriente	-89.231	-45.925	43.306
	<i>Mercancías</i>	-75.554	-37.328	38.226
	<i>Servicios</i>	23.735	22.808	-927
	— Turismo	25.415	23.601	-1.814
	— Otros servicios	-1.680	-793	887
	<i>Rentas</i>	-27.867	-22.315	5.552
	<i>Transferencias corrientes</i>	-9.545	-9.090	454
	Cuenta de capital	5.046	2.771	-2.275
	Cuentas corriente + capital	-84.184	-43.154	41.031

FUENTE: Banco de España.

a. Datos provisionales.

b. Variaciones absolutas para los saldos.

descenso es apreciablemente más pronunciado que el registrado el año anterior. Entre enero y noviembre de 2009, tanto las exportaciones como, particularmente, las importaciones de bienes retrocedieron apreciablemente en términos reales. La mejora de la relación real de intercambio amplió el diferencial de caída en términos nominales entre las importaciones y las exportaciones, que disminuyeron un 27% y un 17%, respectivamente. La factura energética se redujo sustancialmente, en un contexto de caída en términos reales de las importaciones netas de productos energéticos y de pronunciado descenso de los precios del crudo en los mercados internacionales respecto al mismo período del ejercicio previo. Por su parte, el desequilibrio del comercio no energético se redujo significativamente, en especial en los meses de verano, y con mayor intensidad que el saldo energético.

En cuanto a la balanza de servicios, en los once primeros meses de 2009 arrojó un superávit de 24.166 millones de euros, un 5% inferior al del mismo período de 2008. Esta reducción se explica por la disminución del superávit de turismo —del 7%—, hasta situarse en 25.026 millones de euros, mientras que se corrigió el déficit de los servicios no turísticos en un 41%, hasta 861 millones de euros. Los ingresos turísticos nominales cayeron un 9% en los once

primeros meses de 2009, descenso que está en consonancia con el tono negativo de los indicadores turísticos durante dicho período —como el número de turistas extranjeros o sus pernoctaciones hoteleras—, que se ha moderado parcialmente en el cuarto trimestre del año. Los pagos turísticos, por su parte, retrocedieron un 14%, en consonancia con la evolución de sus principales determinantes y la situación recesiva de la economía española. En cuanto al resto de servicios, en los once primeros meses de 2009 disminuyeron tanto los ingresos como los pagos (un 10,3% y un 11,2%, respectivamente).

El saldo negativo de la balanza de rentas disminuyó un 22%, en términos interanuales, en el período enero-noviembre de 2009, gracias a la corrección experimentada desde el mes de abril, que superó el deterioro acumulado en el primer trimestre del ejercicio. De este modo, el déficit de rentas se situó en 24.652 millones de euros, en un contexto de retroceso algo más pronunciado de los pagos que de los ingresos (18% y 16%, respectivamente). Esta evolución refleja el impacto del descenso de los tipos de interés, que compensó el pago de dividendos excepcionales en el primer cuatrimestre del presente ejercicio.

El déficit de la balanza de transferencias corrientes disminuyó un 22% en términos interanuales en los once primeros meses de 2009, hasta situarse en 8.374 millones de euros. Esta evolución tuvo lugar en un contexto de moderado descenso de los pagos (un 1%) y de notable incremento de los ingresos (un 16%). Finalmente, el superávit de la cuenta de capital se situó, en los once primeros meses de 2009, en 3.159 millones de euros, lo que supuso un descenso del 40% interanual. Esta evolución fue bastante generalizada entre las distintas rúbricas que componen la cuenta de capital, reflejando mayoritariamente la disminución de los ingresos percibidos por las AAPP procedentes de diversos fondos comunitarios.

5 Evolución financiera

5.1 Rasgos más destacados

En línea con lo ocurrido en el resto del mundo, durante el cuarto trimestre de 2009 no se observaron, en general, variaciones importantes en los precios negociados en los mercados nacionales. Así, en las bolsas, el IBEX 35 se situaba, a finales de diciembre, un 1,1% por encima del nivel de finales de septiembre, frente a una revalorización del 2,5% para el EUROSTOXX 50 de las empresas de la UEM y del 5,8% para el S&P 500 de las compañías estadounidenses durante el mismo período (véase gráfico 23). Tras estos movimientos, dichos índices acumularon unas ganancias en el año del 29,3%, 20,2% y 23,8%, respectivamente. En los tres casos, la volatilidad se redujo durante los últimos meses del ejercicio. En los mercados interbancarios, los tipos de interés apenas variaron, situándose el EURIBOR a un año, a finales de 2009, en el mismo nivel de septiembre (1,24%). Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública española a largo plazo aumentó ligeramente, pasando, en el caso de las obligaciones a diez años, del 3,72% al 3,96%. Este ascenso fue similar al registrado por la referencia alemana, por lo que el diferencial de rentabilidad con respecto a esta se mantuvo en torno a los 60 pb. En cambio, el promedio de las primas de riesgo crediticio de las sociedades no financieras españolas negociadas en los mercados de derivados se redujo durante este período 20 pb, hasta quedar situado en 73 pb.

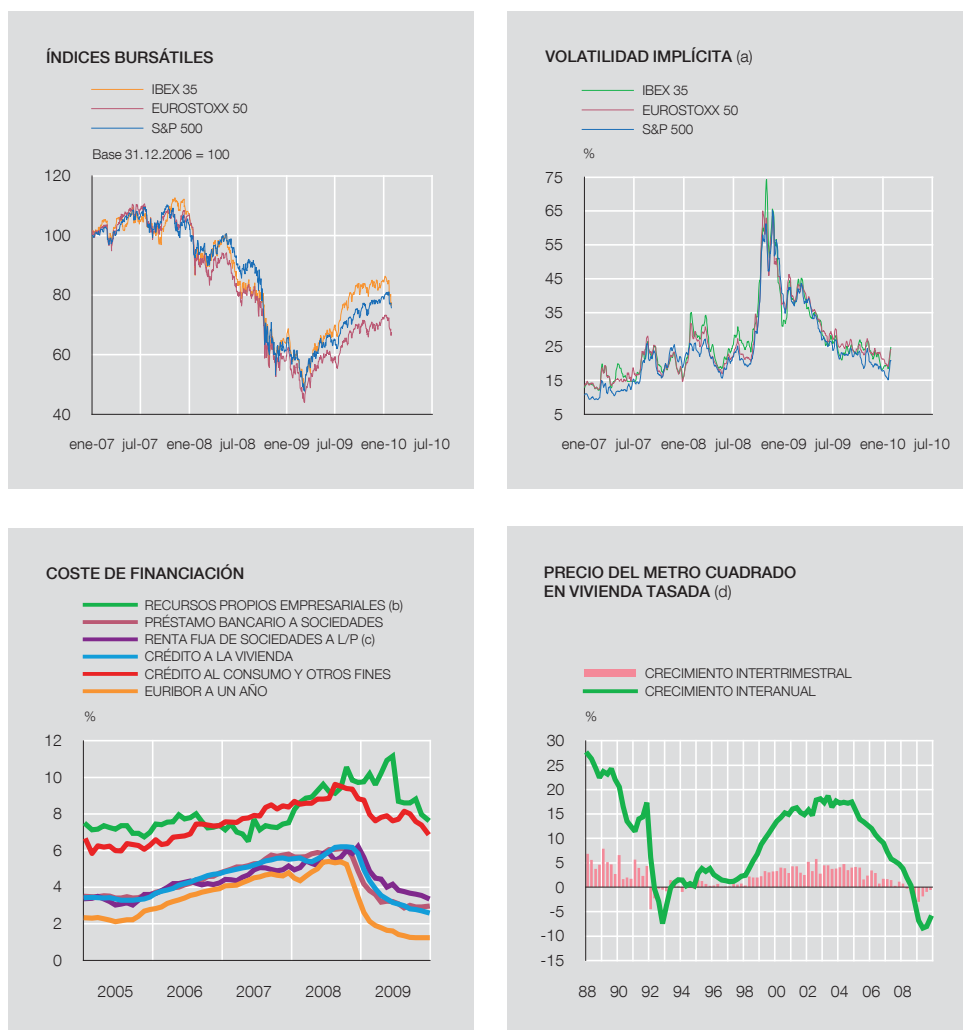
En la parte transcurrida de 2010 se ha observado en los mercados nacionales e internacionales un cierto repunte en los principales indicadores de tensión financiera, tras la estabilidad de los meses precedentes. Así, se han producido algunos retrocesos en los índices bursátiles, acompañados de un incremento de la volatilidad, aumentos moderados de las primas de riesgo crediticio y, en un contexto de mayor preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas griegas, una ampliación en la UEM de los diferenciales de rentabilidad de las deudas soberanas a largo plazo frente a la referencia alemana. En la fecha de cierre de este artículo, el IBEX 35 se situaba un 7,9% por debajo del nivel de cierre de 2009 (frente a una caída del 5,8% del EUROSTOXX 50 y del 2,3% del S&P 500), y el diferencial de rentabilidad a diez años de los títulos emitidos por el Tesoro español frente a la deuda alemana, en 85 pb.

En el mercado inmobiliario, según los últimos datos publicados por el Ministerio de Vivienda, el precio de la vivienda libre siguió descendiendo durante el cuarto trimestre de 2009, pero lo hizo nuevamente a menor ritmo que durante los meses precedentes. Así, las tasas de disminución intertrimestral e interanual se situaron en diciembre en el 0,6% y el 6,3, respectivamente, frente a los retrocesos del 0,9% y el 8% de septiembre.

Los costes de financiación de los hogares y de las sociedades siguieron descendiendo, en general, durante el cuarto trimestre de 2009 (véase gráfico 23). Esta evolución vino acompañada, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) de enero, de un mantenimiento de los criterios de aprobación de préstamos por tercer trimestre consecutivo¹. No obstante, estos seguirían siendo más restrictivos que al inicio de la crisis financiera, como consecuencia del tensionamiento acumulado en los meses precedentes. Para el primer trimestre de 2010, así como también para el conjunto de 2010, las entidades no anticipan cambios importantes en la oferta crediticia.

Los últimos datos disponibles sobre la financiación del sector privado, correspondientes a noviembre, siguen evidenciando nuevas caídas en los ritmos de expansión interanual, que han

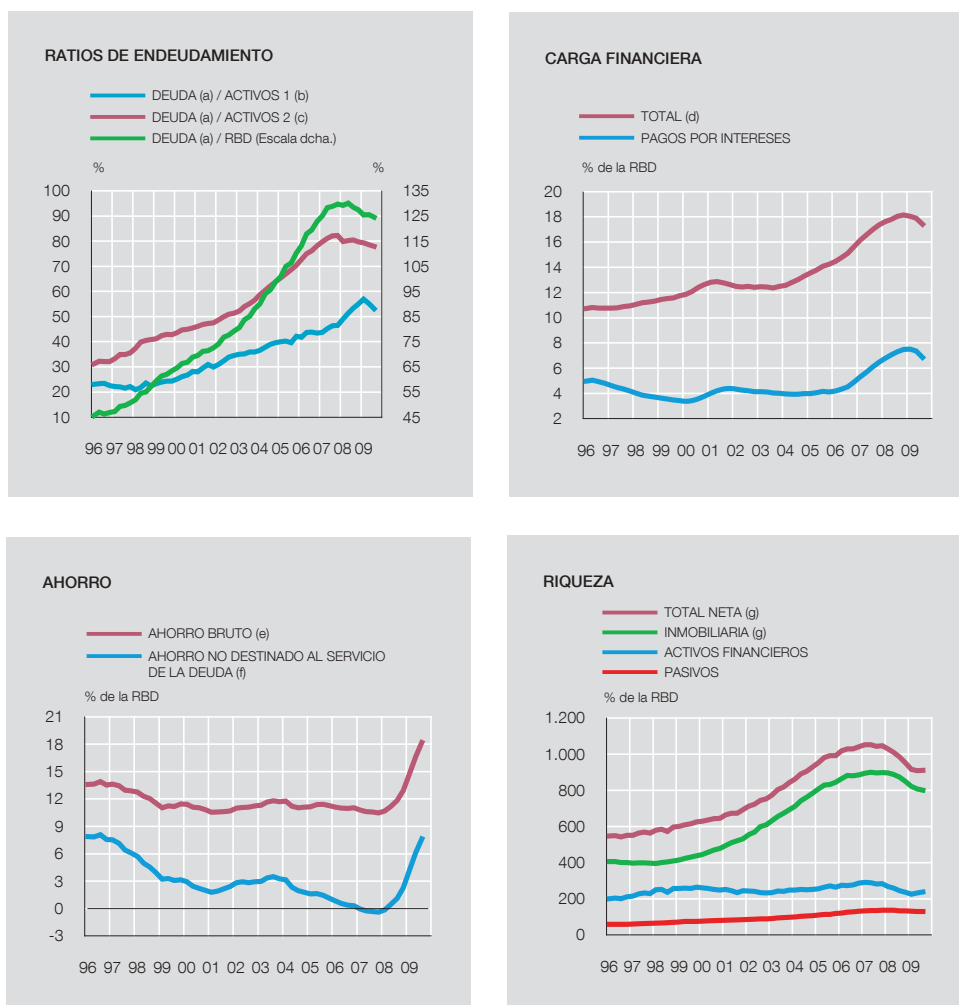
1. Para más detalle, véase el artículo «Encuesta sobre Préstamos Bancarios en España: enero de 2010», de Jorge Martínez Pagés, en este mismo *Boletín Económico*.



FUENTES: Bloomberg, Credit Trade, Datastream, MSCI Blue Book, Ministerio de Vivienda y Banco de España.

- a. Medias móviles de cinco días.
 b. El coste de los recursos propios se basa en un modelo de descuento de dividendos de Gordon en tres etapas.
 c. El tipo de interés de la renta fija a largo plazo se aproxima como la suma del tipo *swap* del euro a cinco años y una media ponderada de las primas de seguro de riesgo crediticio de las empresas no financieras españolas a ese mismo plazo.
 d. Base 2001 hasta diciembre 2004 y base 2005 a partir de dicha fecha.

vuelto a ser algo más acusadas en el caso de las sociedades, situándose próximos a cero tanto para las empresas (-0,2%) como para los hogares (-0,3%). En este sector, los ritmos de expansión intertrimestrales desestacionalizados anualizados de la deuda eran, en esa misma fecha, ligeramente positivos (0,2%). En cambio, para las sociedades se observaron registros negativos en el entorno del 2%. El desglose de los pasivos empresariales evidencia un comportamiento dispar por instrumentos. Así, mientras que el saldo del crédito concedido por las entidades residentes volvió a reducirse y presentó una tasa más negativa que en el tercer trimestre, las restantes fuentes de financiación, utilizadas fundamentalmente por las empresas de mayor tamaño, siguieron registrando un avance positivo, que fue especialmente elevado en el caso de los valores de renta fija. La información provisional correspondiente a diciembre apunta a una prolongación de estas mismas tendencias. Por otra parte, los datos más recientes del crédito por finalidades, correspondientes a septiembre de 2009, muestra que la ralentización de la financiación bancaria se produjo en todos los sectores, aunque fue especialmente acusada en la industria.



FUENTES: Ministerio de Vivienda, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Incluye crédito bancario y crédito titulado fuera de balance.
 b. Activos 1 = Total de activos financieros menos la rúbrica de «Otros».
 c. Activos 2 = Activos 1 menos acciones menos participaciones de FIM.
 d. Estimación de pagos por intereses más amortizaciones.
 e. Saldo de la cuenta de utilización de la renta disponible.
 f. Ahorro bruto menos estimación de pagos por amortización.
 g. Estimación basada en la evolución estimada del parque de viviendas, de la superficie media de las mismas y del precio del metro cuadrado.

La ligera contracción de los pasivos de las familias en el tercer trimestre de 2009, junto con la estabilidad de los ingresos, se tradujo en una cierta disminución de la ratio de endeudamiento sobre la renta bruta disponible (RBD) (véase gráfico 24). Esta evolución, unida a la reducción de los costes de financiación, habría permitido que la carga financiera continuara descendiendo durante este período, al tiempo que el aumento de la tasa de ahorro bruto habría contribuido a una nueva recuperación de la capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de la deuda. En línea con esta evolución, los datos más recientes de las cuentas financieras recogen un aumento de la capacidad de financiación del sector durante este período. Por su parte, la riqueza neta apenas varió, como resultado de una disminución en el valor del componente inmobiliario, que se vio compensada por el ascenso del financiero. La información provisional de los últimos meses del pasado ejercicio apunta a un mantenimiento de la ratio de endeudamiento de los hogares y a un descenso adicional en la de carga financiera.

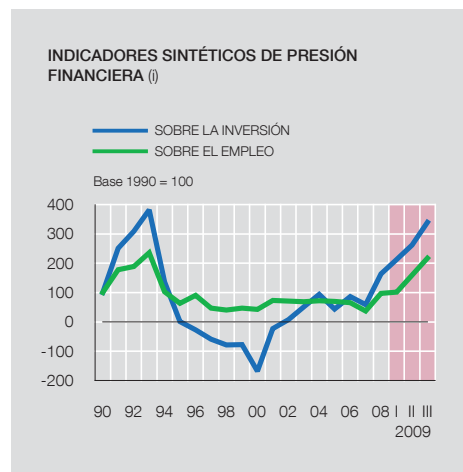
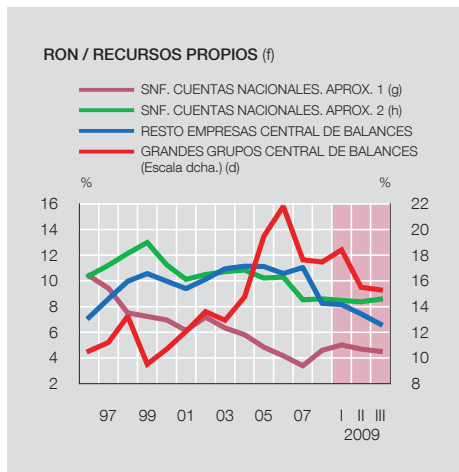
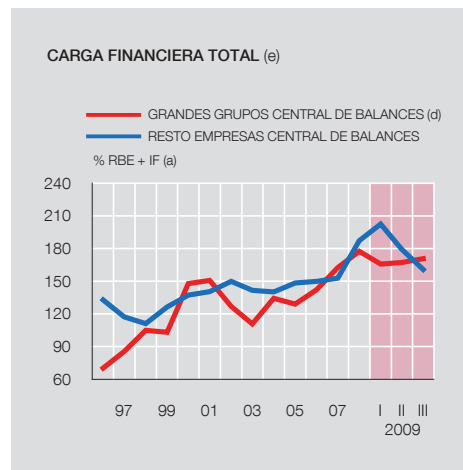
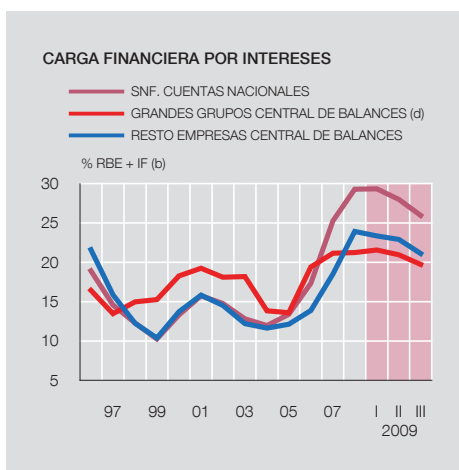
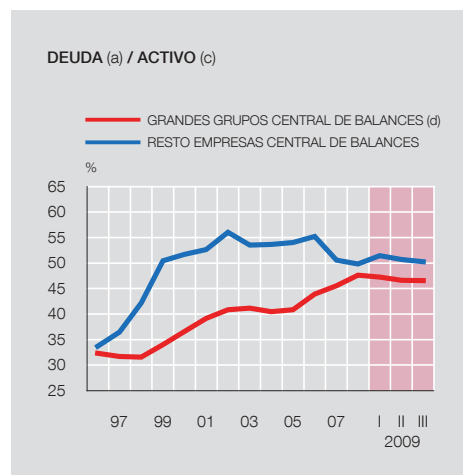
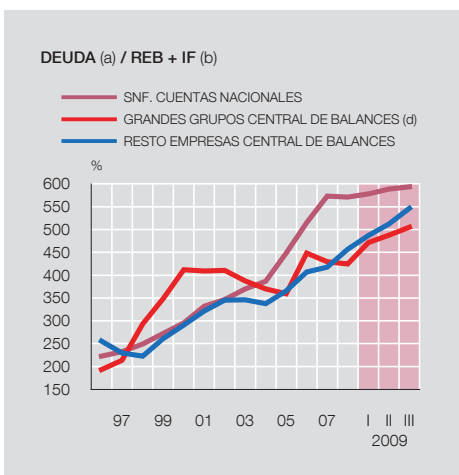
En el caso de las sociedades, las estimaciones más recientes de Contabilidad Nacional para los resultados económicos, correspondientes al tercer trimestre de 2009, muestran descensos interanuales, que llevarían a un retroceso de la rentabilidad de las empresas. Esta evolución de las rentas llevó a que, a pesar del ligero retroceso de los recursos ajenos, repuntase la ratio de endeudamiento (véase gráfico 25). No obstante, la de carga financiera se volvió a reducir, gracias a la disminución de los costes de financiación. Por otra parte, la contracción del gasto del sector permitió que, a pesar de la disminución de las rentas, las necesidades de financiación descendiesen nuevamente. Los datos de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, evidencian también una contracción en los beneficios empresariales entre junio y septiembre, aunque más intenso que el que se deriva de las cuentas nacionales, junto con un aumento de la ratio de endeudamiento y una caída de la de carga financiera. Como efecto conjunto de estos desarrollos, se elevaron los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, situándose en valores próximos a los registrados en la recesión de 1992-1993. La información provisional de los últimos meses del pasado ejercicio apunta a un incremento adicional de la ratio de endeudamiento y a un descenso en la de carga financiera.

El creciente grado de presión financiera experimentado por algunos segmentos del sector privado continuó viéndose reflejado en aumentos de las ratios de morosidad, que para el conjunto de los otros sectores residentes (que incluyen, además de los hogares y las sociedades, los intermediarios financieros distintos de las entidades de crédito) se situó en noviembre en el 5,1%, 0,2 pp por encima del dato de septiembre.

La información más reciente de las cuentas financieras, correspondiente al tercer trimestre de 2009, recoge una disminución de las necesidades de financiación de la nación, que ascendieron al 5,8% del PIB en términos acumulados de doce meses (1,1 pp por debajo del nivel de junio) (véase cuadro 6). Esta evolución resultó de un ascenso de la capacidad de financiación de las familias y las empresas no financieras, que fue parcialmente compensado por el aumento del déficit de las AAPP, que se situó próximo al 9,5% del PIB, y por la ligera disminución del ahorro de las instituciones financieras.

La acumulación de los déficits públicos, junto con la necesidad de financiar el aumento de las inversiones financieras de las AAPP, se ha traducido en un ascenso importante del volumen de deuda en circulación, registrándose crecimientos interanuales muy elevados (por encima del 30%). Ello, unido al retroceso del PIB, se ha reflejado en un rápido incremento de la ratio de deuda sobre el PIB y ha supuesto también un ascenso de la carga financiera asociada. En línea con la abultada captación de recursos de este sector, durante los últimos meses este ha canalizado el grueso de los recursos netos obtenidos por la economía española en el exterior (4,7% del PIB, en términos acumulados de doce meses, con datos hasta septiembre de 2009).

En resumen, el descenso de los costes de financiación de los últimos meses habría vuelto a contribuir a reducir la carga financiera soportada por los agentes con deudas. No obstante, el deterioro macroeconómico habría continuado elevando el grado de presión financiera soportada por algunos segmentos, especialmente aquellos con un mayor volumen de pasivos exigibles y los más afectados por la situación cíclica. Por otra parte, a pesar del menor dinamismo que han presentado los recursos ajenos del sector privado en los últimos trimestres, la evolución menos favorable de las rentas ha frenado la caída de las ratios de endeudamiento de empresas y familias, que se mantienen en niveles elevados, lo que limita las posibilidades de que la recuperación de la economía española se pueda apoyar en una expansión significativa del crédito. El rápido incremento del endeudamiento de las AAPP supone una carga cre-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a. Recursos ajenos con coste.
- b. Resultado económico bruto de explotación más ingresos financieros.
- c. Definido como total del activo ajustado por inflación menos pasivo sin coste.
- d. Agregado de todas las empresas colaboradoras con la CB pertenecientes a los grupos Endesa, Iberdrola, Repsol y Telefónica. Ajustado por financiación intragrupo para evitar doble contabilización.
- e. Incluye intereses más deuda a corto plazo con coste.
- f. El RON, usando datos de Cuentas Nacionales, se define como EBE + intereses y dividendos recibidos – intereses pagados – consumo de capital fijo.
- g. Recursos propios valorados a precios de mercado.
- h. Recursos propios calculados acumulando flujos a partir del saldo del año 1996.
- i. Indicadores estimados a partir de la CBA y la CBT. Un valor superior (inferior) a 100 indica una mayor (menor) presión financiera que la del año base.

% del PIB	2004	2005	2006	2007	2008		2009		
					III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR
					Economía nacional	-4,8	-6,5	-8,4	-9,6
Sociedades no financieras y hogares e ISFLSH	-5,1	-8,4	-11,1	-13,5	-9,7	-7,0	-4,5	-0,8	1,9
<i>Sociedades no financieras</i>	-4,5	-7,1	-9,5	-11,6	-8,2	-7,4	-6,2	-4,6	-2,6
<i>Hogares e ISFLSH</i>	-0,6	-1,3	-1,7	-1,9	-1,5	0,4	1,7	3,8	4,5
Instituciones financieras	0,6	0,9	0,7	2,1	2,1	2,0	2,0	1,9	1,6
Administraciones Públicas	-0,4	1,0	2,0	1,9	-1,9	-4,1	-5,6	-8,0	-9,4
PRO MEMORIA:									
Brecha de financiación sociedades no financieras (a)	-8,7	-11,4	-17,8	-15,9	-14,4	-11,1	-9,2	-6,7	-3,9

FUENTE: Banco de España.

a. Recursos financieros que cubren el diferencial entre la formación bruta de capital ampliada (inversión real más financiera permanente) y el ahorro bruto.

ciente que puede representar un riesgo sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo.

5.2 El sector hogares

Los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito volvieron a disminuir durante el cuarto trimestre de 2009, tanto en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda (20 pb) como, sobre todo, en los destinados a consumo y otros fines, que presentan una mayor variabilidad (1,3 pp). De acuerdo con los resultados de la última EPB, el descenso en los costes de financiación habría venido acompañado de un mantenimiento de los criterios de concesión de créditos para adquisición de vivienda y de una ligera relajación de los mismos en los destinados a consumo y otros fines. En cambio, la demanda de fondos percibida por las entidades encuestadas habría descendido nuevamente en el cuarto trimestre de 2009 para ambas finalidades.

En este contexto, la deuda de las familias se contrajo un 0,3% en noviembre, en términos interanuales, frente a la caída del 0,1% de septiembre. Esta evolución fue el resultado de un ligero descenso en los ritmos de avance interanual tanto del crédito para adquisición de vivienda como del destinado a consumo y otros fines, que se situaron en el -0,1% y el -1,1% (0,3 y 0,2 pp menos que al cierre del tercer trimestre, respectivamente). Las tasas intertrimestrales anualizadas fueron, en cambio, ligeramente positivas en ambos casos, aunque inferiores a las de septiembre.

Por otra parte, según la información más reciente de las cuentas financieras, la inversión en activos financieros de las familias se situó, en septiembre, en el 3,5% del PIB (en términos acumulados de doce meses), casi 1 pp por encima del nivel de junio (véase cuadro 7). El desglose por instrumentos evidencia una pauta de recuperación de los flujos materializados en fondos de inversión, que registraron el valor más elevado desde mediados de 2007 y en términos acumulados de cuatro trimestres se incrementaron en más de 1 pp, hasta el -0,5% del PIB. Dentro de los activos más líquidos, se observó una recomposición en favor de los medios de pago y en detrimento de los depósitos a plazo.

El ligero descenso intertrimestral de la deuda, unido a la estabilidad de las rentas de los hogares, habría hecho que la ratio de deuda sobre RBD se redujese moderadamente en el tercer

% del PIB	2006	2007	2008	2009		
				I TR	II TR	III TR
HOGARES E ISFLSH:						
Operaciones financieras (activos)	10,8	7,1	2,7	1,8	2,6	3,5
Medios de pago	3,1	-1,0	-0,5	0,3	2,5	3,5
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	5,8	7,5	7,0	4,1	1,5	-0,1
Acciones y otras participaciones (b)	-1,3	0,4	-0,6	-0,2	0,0	0,5
Fondos de inversión	0,2	-1,1	-3,4	-2,7	-1,7	-0,5
Reservas técnicas de seguros	1,8	0,9	0,4	0,5	0,5	0,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>De vida</i>	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1
<i>De jubilación</i>	1,0	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
Resto	1,1	0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4
Operaciones financieras (pasivos)	12,5	9,0	2,4	0,2	-1,2	-1,1
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	13,0	9,4	3,4	1,6	0,1	-0,3
<i>Créditos para adquisición de vivienda (c)</i>	10,0	7,1	2,7	1,6	0,7	0,2
<i>Créditos para consumo y otros fines (c)</i>	3,0	2,1	0,8	0,2	-0,3	-0,3
Resto	-0,4	-0,4	-1,0	-1,5	-1,3	-0,7
SOCIEDADES NO FINANCIERAS:						
Operaciones financieras (activos)	23,4	14,0	4,4	3,0	-3,4	-8,2
Medios de pago	2,3	-0,4	-1,1	-0,7	-0,9	-0,8
Otros depósitos y valores de renta fija (a)	1,9	2,0	1,9	1,1	0,6	0,9
Acciones y otras participaciones	11,5	8,2	3,1	2,6	1,6	0,9
<i>De las cuales:</i>						
<i>Frente al resto del mundo</i>	8,3	6,7	3,4	2,8	1,8	1,4
Crédito comercial e interempresas	6,6	2,7	-0,2	-0,4	-5,0	-8,6
Resto	1,1	1,5	0,7	0,5	0,4	-0,5
Operaciones financieras (pasivos)	32,9	25,7	11,8	9,2	1,2	-5,6
Créditos de instituciones financieras residentes (c)	17,6	13,9	5,5	3,7	1,2	-1,6
Préstamos exteriores	3,3	2,8	2,2	2,4	2,4	1,3
Valores de renta fija (d)	1,8	0,5	0,3	0,7	0,3	0,9
Acciones y otras participaciones	2,9	5,3	2,3	1,9	1,4	1,5
Crédito comercial e interempresas	7,0	3,2	0,0	-0,3	-4,9	-8,6
Resto	0,3	0,0	1,3	0,7	0,8	1,0
PRO MEMORIA: TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL (%):						
Financiación (e)	24,2	15,5	6,1	4,5	2,1	0,2
Hogares e ISFLSH	19,6	12,5	4,4	2,2	0,5	-0,1
Sociedades no financieras	27,9	17,7	7,4	6,2	3,3	0,4

FUENTE: Banco de España.

- a. No incorpora los intereses devengados no pagados, que se contabilizan en el resto.
- b. Excluye los fondos de inversión.
- c. Incluye los créditos titulizados fuera de balance.
- d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.
- e. Definida como la suma de crédito bancario concedido por entidades de crédito residentes, préstamos exteriores, valores de renta fija y financiación intermediada por fondos de titulización.

trimestre de 2009, situándose algo por debajo del 125% (véase gráfico 24). Esta evolución, junto con la reducción de los costes de financiación, habría permitido una nueva disminución de la carga financiera, mientras que el aumento de la tasa de ahorro bruto del sector se habría traducido en una nueva recuperación de la capacidad de ahorro, una vez descontadas las obligaciones relacionadas con la amortización de los préstamos. En esta misma línea, las cuentas financieras evidencian un aumento de la capacidad de financiación de las familias durante este período, hasta el 4,5% del PIB, frente al 3,8% de junio. Por su parte, la riqueza neta de los hogares se mantuvo estable entre junio y septiembre como consecuencia de un

aumento del valor del componente financiero, impulsado por la revalorización de las cotizaciones bursátiles, similar a la reducción del inmobiliario.

A pesar del descenso de la carga financiera, el deterioro macroeconómico, y en particular el ascenso de la tasa de paro, habría seguido aumentando el grado de presión financiera soportada por los hogares durante los últimos meses. Ello se siguió reflejando en ascensos en las ratios de morosidad, que continuaron siendo más intensos en el caso de la financiación sin garantías. Así, durante el tercer trimestre dicho indicador se elevó en 0,39 pp en los préstamos para consumo y otros fines, hasta alcanzar el 7,13%, mientras que en los que tienen como objeto la adquisición y rehabilitación de viviendas el incremento fue de apenas 0,04 pp (hasta el 3,05%).

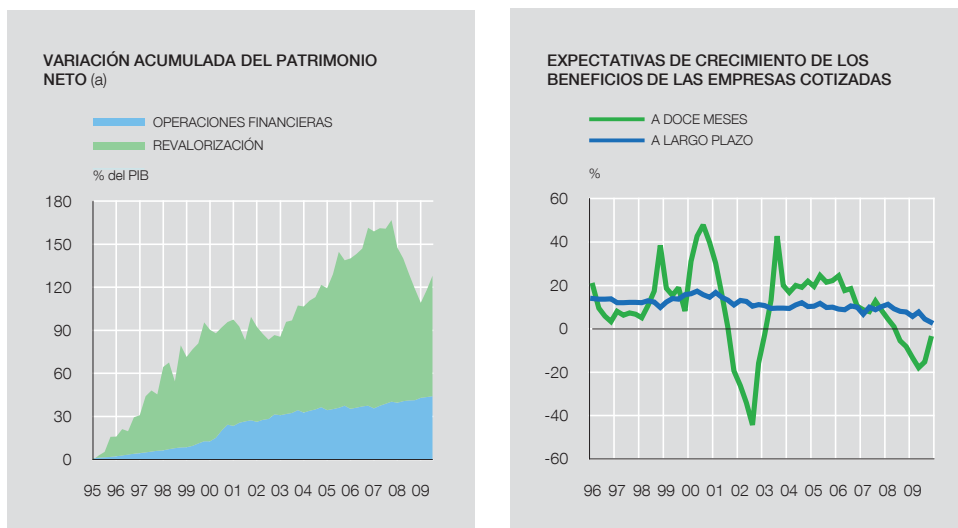
5.3 El sector de sociedades no financieras

En el cuarto trimestre de 2009, el tipo de interés de las nuevas operaciones crediticias a las sociedades de importe inferior al millón de euros disminuyó en 36 pb (hasta el 4,24%), mientras que para los créditos de cuantía superior, que había descendido en mayor medida durante el período precedente, aumentó 20 pb, situándose en el 2,47%. También se redujeron el coste de emisión de acciones (90 pb) y el de la deuda a largo plazo (25 pb). Para los títulos a corto plazo se observó, en cambio, un ligero repunte (9 pb).

De acuerdo con la EPB de enero, las entidades endurecieron muy ligeramente los criterios de aprobación de préstamos a empresas durante el cuarto trimestre. En la misma línea, la información proporcionada por la Encuesta de las Cámaras de Comercio sobre el acceso de las pymes a la financiación ajena para este período no muestra cambios significativos en el porcentaje de estas compañías que perciben dificultades para captar fondos externos. En paralelo, según los resultados de la EPB, la demanda de crédito por parte de las sociedades habría dejado de disminuir en los últimos meses de 2008, por primera vez desde junio de 2007.

En este contexto, la deuda de las empresas continuó desacelerándose, situándose en noviembre el ritmo de crecimiento interanual en torno a cero (-0,2%), 0,6 pp por debajo de la cifra de septiembre. Los ritmos de avance intertrimestral anualizados evidencian un dinamismo menor (-2%), lo que apuntaría a un cierto recorrido a la baja durante los próximos meses en las tasas interanuales. Esta contracción en el volumen de financiación encubre un comportamiento heterogéneo por instrumentos y tamaño de la empresa. Así, en el caso del crédito concedido por entidades residentes, la expansión intertrimestral anualizada se situó en el -6%, mientras que los fondos obtenidos mediante el resto de fuentes de financiación, utilizadas principalmente por las grandes compañías, siguieron avanzando a tasas positivas, especialmente elevadas para los valores de renta fija. Por su parte, la información desagregada sobre el crédito concedido por instituciones residentes recoge un comportamiento más expansivo de los fondos otorgados a compañías con mayor volumen de deuda —y, por tanto, a priori de mayor tamaño—, una vez se excluyen las sociedades constructoras y de servicios inmobiliarios (para estas dos ramas de actividad no se observan diferencias en el dinamismo del crédito en función de la dimensión de la empresa).

La información más reciente del crédito por finalidades, correspondiente a septiembre de 2009, muestra que la ralentización se produjo en todos los sectores, aunque fue especialmente acusada en la industria, en la que dicha variable pasó a presentar una tasa negativa de crecimiento (-1,3%, casi 9 pp por debajo de la cifra de junio). En las ramas de servicios inmobiliarios y no inmobiliarios la desaceleración fue menor, situándose el ritmo de avance interanual de estos pasivos en el entorno del 3%, al tiempo que la financiación bancaria de entidades residentes a la construcción siguió mostrando tasas de crecimiento muy negativas (-14,3%, 1,1 pp más de caída que en el segundo trimestre).



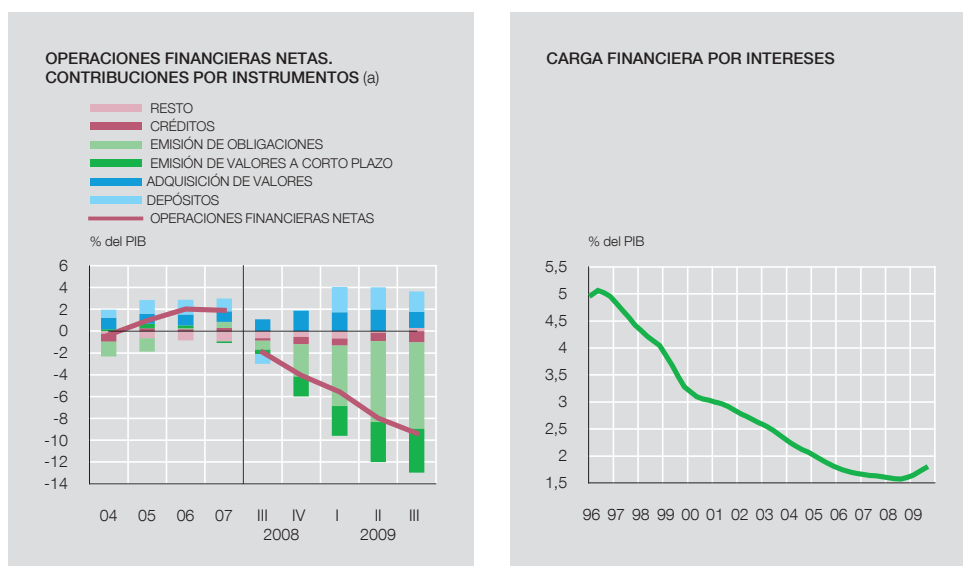
FUENTES: I/B/E/S y Banco de España.

a. Patrimonio neto aproximado por la valoración a precios de mercado de las acciones y otras participaciones emitidas por las sociedades no financieras.

Por otra parte, según las cuentas financieras, entre septiembre de 2008 y el mismo mes de 2009 (último dato disponible) se produjo un retroceso importante en el saldo de crédito comercial e interempresarial (tanto del adeudado por el sector como del otorgado). Así, los flujos asociados a estas operaciones durante dicho período fueron negativos por un importe equivalente al 8,6% del PIB (véase cuadro 7). Detrás de esta evolución se encuentran previsiblemente tanto el retroceso de la actividad económica como una mayor reticencia de las empresas a conceder este tipo de financiación.

Por otra parte, la contracción del gasto del sector permitió que sus necesidades de financiación volvieran a disminuir, hasta situarse en el 2,6% del PIB, 2 pp menos que en junio. La *brecha de financiación*, indicador que aproxima los recursos necesarios para cubrir el diferencial entre el ahorro bruto de las empresas y la formación bruta de capital ampliada con la inversión en el exterior de carácter permanente, descendió de forma algo más acusada (casi 3 pp) como resultado de la menor inversión en renta variable en el exterior y de la disminución de la financiación intragrupo, y se situó próxima al 4% del PIB.

Las estimaciones más recientes de Contabilidad Nacional para los resultados empresariales, correspondientes al tercer trimestre de 2009, muestran descensos interanuales, que llevarían a un retroceso de la rentabilidad de las empresas. Esta evolución de las rentas habría hecho que, a pesar de la ligera contracción de los recursos ajenos, la ratio de endeudamiento aumentase ligeramente durante el mismo período (véase gráfico 25). No obstante, la pauta descendente de los costes de financiación se tradujo en una cierta disminución de la carga financiera asociada. Por su parte, la información de la muestra de sociedades colaboradoras con la Central de Balances Trimestral (CBT), entre las que tienen un peso destacado las de mayor tamaño, revela asimismo un retroceso en los beneficios empresariales. Concretamente, tanto el resultado económico bruto como el beneficio ordinario neto de estas empresas se redujeron un 22% en los tres primeros trimestres del pasado ejercicio, en relación con el mismo período de 2008, lo que resultó en una importante caída de la rentabilidad y en un aumento de la ratio de deuda en relación con el excedente bruto de explotación e ingresos financieros. A pesar de estos desarrollos, la disminución de los tipos de interés



FUENTE: Banco de España.

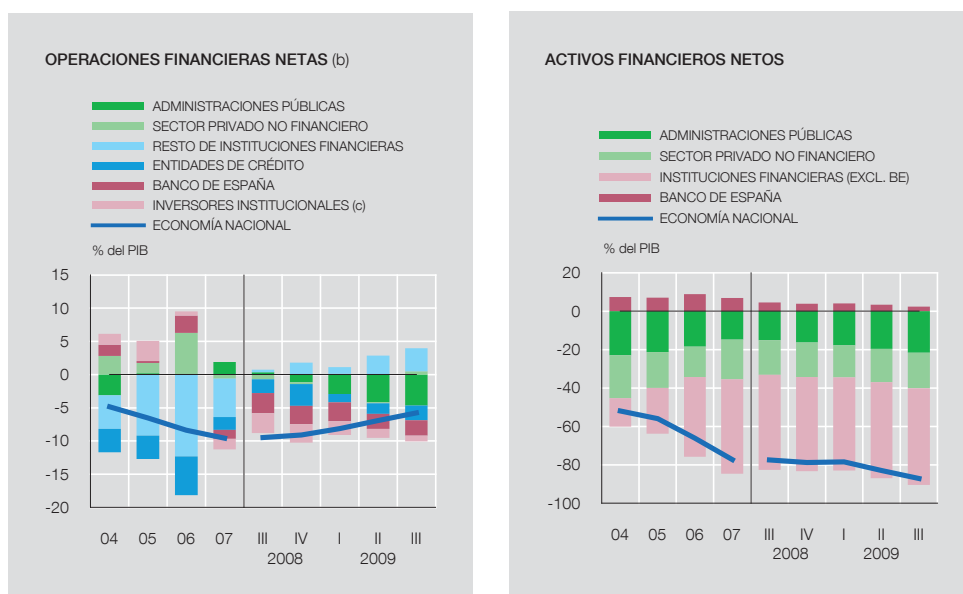
a. Un signo positivo (negativo) significa aumento (disminución) de activos o disminución (aumento) de pasivos.

permitió que la carga financiera por intereses en relación con los ingresos obtenidos por la actividad ordinaria descendiese, excepto en el sector industrial, que, entre aquellos que presentan una mayor cobertura en la CBT, fue el que registró un deterioro más significativo de su posición patrimonial en los últimos trimestres y es el que presenta actualmente los valores más elevados de esta ratio. El retroceso de la rentabilidad y el aumento del endeudamiento hicieron que se volvieran a elevar los indicadores de presión financiera sobre la inversión y el empleo, situándose en valores próximos a los registrados en la recesión de 1992-1993.

La evolución desfavorable de los resultados se volvió a reflejar en aumentos de la ratio de morosidad de las sociedades no financieras, que alcanzó en septiembre el 5,7%, 0,4 pp más que en junio de 2009. Las empresas con mayores dificultades para hacer frente a sus deudas continuaron siendo las de los sectores de construcción y servicios inmobiliarios, cuya ratio de morosidad conjunta pasó del 8,1% al 8,5% durante el mismo período, mientras que en el resto de actividades aumentó algo menos (0,3 pp, hasta el 3,3%).

La información más reciente sobre los estados financieros de las empresas apunta a diferencias significativas en su evolución financiera no solo por sector, sino también en función del tamaño de las compañías. Así, según los datos de la CBB (que incluyen los procedentes de las compañías colaboradoras con la CBA y los de los registros mercantiles), el resultado ordinario neto de las compañías de menor dimensión (aquellas con menos de 50 empleados) retrocedió en 2008 más de un 50%, frente a una caída del 21% de las grandes.

De cara a los próximos trimestres, los analistas seguían previendo a finales de 2009 nuevos retrocesos de los beneficios de las empresas no financieras cotizadas, aunque a un ritmo algo inferior al que anticipaban meses atrás (véase gráfico 26). Esta evolución fue, no obstante, compatible con una cierta revisión a la baja de los resultados económicos de las mismas compañías a horizontes más largos.



FUENTE: Banco de España.

a. Para operaciones, datos acumulados de cuatro trimestres. Para saldos, datos de final de período. No incluyen activos y pasivos sin sectorizar.

b. Un signo negativo (positivo) indica que el resto del mundo otorga (recibe) financiación al (del) sector contrapartida.

c. Empresas de seguro e instituciones de inversión colectiva.

5.4 Las Administraciones Públicas

Como resultado de un nuevo aumento del gasto público y de la disminución de los ingresos, las necesidades de financiación de las AAPP volvieron a incrementarse en el tercer trimestre de 2009 y alcanzaron, en términos acumulados de cuatro trimestres, el 9,4% del PIB, 1,4 pp más que en junio (véase cuadro 6).

Nuevamente, entre julio y septiembre de 2009 las AAPP recurrieron, fundamentalmente, a la emisión de títulos de renta fija para financiar el déficit. Sin embargo, los fondos captados por esta vía descendieron en comparación con el trimestre anterior, como resultado de la disminución de los obtenidos mediante valores con vencimiento superior a un año, que se mantienen, no obstante, como la principal fuente de financiación de las AAPP, y del mantenimiento de los asociados a emisiones a corto plazo. En términos acumulados de cuatro trimestres, los recursos captados a través de instrumentos de renta fija alcanzaron un importe equivalente al 12% del PIB, 0,85 pp más que en junio (véase gráfico 27). También aumentaron los recibidos mediante préstamos, que en términos netos supusieron un importe equivalente al 1% del PIB. Por su parte, las adquisiciones de activos financieros entre septiembre de 2008 y el mismo mes de 2009 ascendieron a un volumen equivalente al 3,6% del PIB, un nivel algo inferior al correspondiente a tres meses antes.

El rápido aumento del endeudamiento de las AAPP en los últimos meses, con un crecimiento interanual muy elevado (por encima del 30%), unido al retroceso del PIB, se ha traducido en un marcado incremento de la ratio de deuda sobre el PIB, que se situaba en septiembre próxima al 50% del PIB, 13 pp por encima de lo observado un año antes. Como resultado de esta evolución, la carga financiera asociada a estos pasivos volvió a aumentar en el tercer trimestre, y alcanzó el 1,8% del PIB.

5.5 La posición financiera frente al exterior

En el tercer trimestre de 2009, las necesidades de financiación de la nación se situaron en el 5,8% del PIB, en términos acumulados de doce meses, en torno a 1 pp menos que en junio y

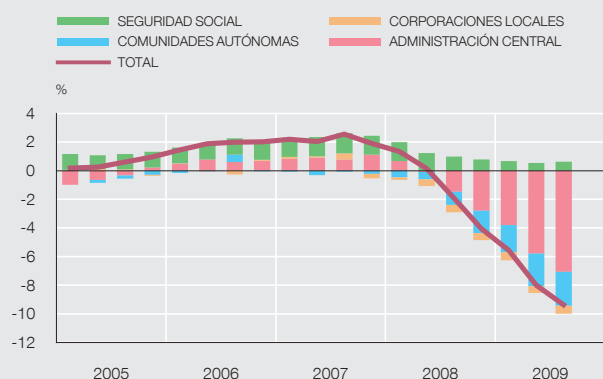
La crisis económica ha supuesto un incremento de los gastos públicos y un retroceso de los ingresos, lo que ha llevado a que las Administraciones Públicas (AAPP) pasaran a presentar un saldo deficitario creciente a partir del tercer trimestre de 2008, después de un período de tres años en el que las cuentas venían arrojando superávit. El desglose por subsectores que aparece en el gráfico 1 pone de manifiesto un deterioro generalizado de las finanzas, que ha sido, no obstante, más intenso en el caso de la Administración Central y también, aunque en menor medida, de las Comunidades Autónomas. Por su parte, la Seguridad Social es el único subsector que ha mantenido una posición excedentaria, aunque por un importe inferior al de los años anteriores. En este contexto, en el presente recuadro se explora cómo se está financiando el aumento en las necesidades de financiación de las AAPP, con un detalle tanto por instrumentos como por sectores de contrapartida.

El rápido deterioro de las finanzas públicas, junto con la necesidad de financiar el aumento de la inversión en activos financieros (ligado, en parte, a los programas de apoyo al sistema financiero), se ha traducido en un notable incremento de los pasivos de las AAPP, que han pasado a crecer a ritmos interanuales superiores al 30% desde mediados de 2009 (véase gráfico 2). De este modo, el saldo de deu-

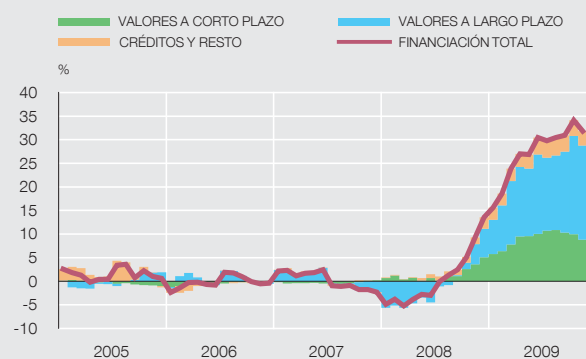
da pública, que representaba menos de un 35% del PIB en marzo de 2008, se elevó hasta cerca del 50% del PIB en noviembre de 2009. El desglose por instrumentos muestra que las AAPP han recurrido principalmente a la emisión de títulos, tanto a corto como, sobre todo, a largo plazo, y también, aunque en menor medida, a créditos. En términos del saldo vivo, los valores suponían en esta última fecha el 84% del total (un 82% del cual estaba emitido a un plazo superior a un año), mientras que los préstamos concedidos por las entidades representaban el 16% restante.

El detalle por sectores de contrapartida revela que las entidades de crédito nacionales han sido los agentes que más han contribuido a la financiación de las AAPP desde mediados de 2008. Concretamente, entre marzo de 2008 y septiembre de 2009, dichos intermediarios han prestado a estas en forma de préstamos y de adquisiciones de valores un volumen neto de 74 mm de euros, equivalente al 48% de los pasivos totales captados por las AAPP durante el mismo período (véase gráfico 3). Por su parte, los fondos netos procedentes del exterior se situaron durante el mismo período en los 55 mm de euros (el 35% del total). El resto de los recursos procedió fundamentalmente de los inversores institucionales nacionales. En términos de saldos vivos, los no residentes se mantenían, no obstante, en sep-

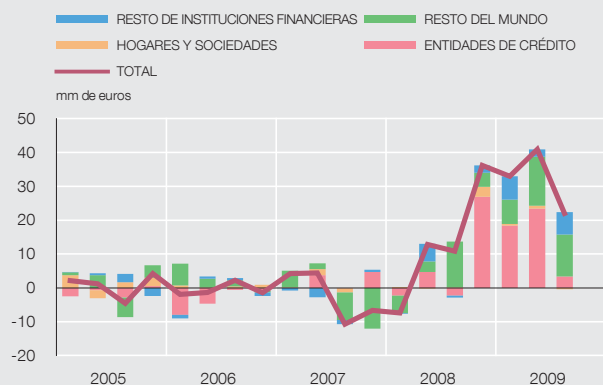
1 CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN DE LAS AAPP. % DEL PIB



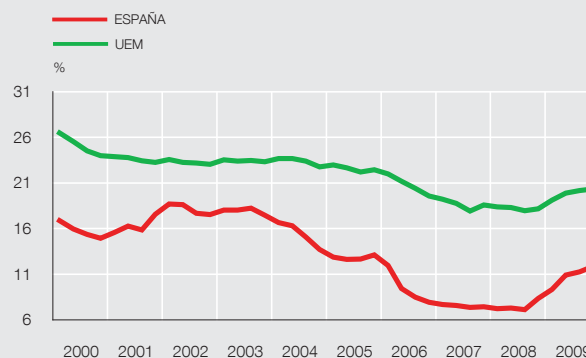
2 CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA FINANCIACIÓN DE LAS AAPP (Contribución por instrumentos)



3 ADQUISICIONES NETAS DE PASIVOS DE LAS AAPP



4 EXPOSICIÓN DE LAS IFM A LAS AAPP (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a. En % de la financiación al sector privado no financiero y sector público.

tiembre de 2009 (último dato disponible) como los principales tenedores de deuda pública (45%), por delante de las entidades de crédito (34%).

Diversos factores pueden haber contribuido a explicar el dinamismo reciente de las adquisiciones de deuda pública (no solo española, sino también de la del resto del mundo) por parte de las entidades de crédito nacionales, un fenómeno que también se ha detectado en otros países de nuestro entorno. Por una parte, hay que tener en cuenta que el aumento de las necesidades de financiación de las AAPP, tanto en España como en otras economías, ha incrementado las oportunidades de inversión en este tipo de activos. Además, las especiales características de estos hacen que sean una opción especialmente atractiva en la coyuntura actual. Así, estos poseen una elevada liquidez, al negociarse los valores (que son el grueso de los flujos captados) en un mercado secundario (que permite la recuperación de los fondos con relativa facilidad y en un corto plazo de tiempo), a la vez que presentan un reducido riesgo de crédito en comparación con los instrumentos emitidos por los agentes privados. El margen que tenían nuestros intermediarios para aumentar la

exposición al sector público era relativamente amplio, después de que su peso en el balance hubiera descendido durante los años anteriores, hasta situarse en niveles bajos, tanto desde una perspectiva histórica como en comparación con la UEM (véase gráfico 4). No resulta extraño que en estas circunstancias el avance de la proporción de la cartera depositada en este tipo de instrumentos haya sido algo más elevado en España que en el conjunto del área del euro.

Los datos del tercer trimestre de 2009 evidencian una moderación en la financiación concedida por las entidades de crédito al sector público, tendencia que habría continuado en los meses posteriores, de acuerdo con la información provisional disponible. Así, entre julio y septiembre del pasado año estos intermediarios realizaron unas inversiones netas en pasivos emitidos por las AAPP de 3,3 millones de euros, equivalentes al 15% de los fondos captados por estas, frente a un flujo neto de 12,4 millones de euros procedente de los no residentes (56%). De este modo, los valores de deuda pública se están convirtiendo en el principal instrumento mediante el cual la economía española obtiene recursos del resto del mundo.

3,3 pp menos que en el conjunto de 2008. Por sectores, esta evolución resultó de la mayor capacidad de financiación de los hogares y de la disminución del saldo deudor de las sociedades, que compensaron el incremento del déficit de las AAPP y el menor ahorro de las instituciones financieras (véase cuadro 6). La reducción en las necesidades de financiación de la nación está siendo inferior a la que se derivaría del saneamiento del sector privado, como consecuencia del fuerte aumento de las necesidades financieras de las AAPP.

El detalle sectorial de las operaciones financieras frente al resto del mundo muestra que, en línea con el aumento del déficit público, los recursos netos captados del exterior mediante los pasivos emitidos por las AAPP aumentaron 0,5 pp, en términos acumulados de doce meses, y se situaron en el 4,7% del PIB (véase gráfico 28). De hecho, en el tercer trimestre de 2009 las entidades de crédito residentes dejaron de ser el principal comprador de los pasivos del sector público, posición que pasó a ser ocupada por los agentes extranjeros (véase recuadro 7). Por su parte, las entidades de crédito siguieron obteniendo fondos del exterior en términos netos por un importe superior al de tres meses antes, al tiempo que los inversores institucionales deshicieron las posiciones mantenidas fuera de España, en comparación con un año antes. Asimismo, también se redujeron los activos financieros del Banco de España frente al resto del mundo. Por el contrario, los flujos asociados a los pasivos netos emitidos por el resto de instituciones financieras supusieron una salida de capitales equivalente al 3,5% del PIB.

Los flujos financieros de activo y pasivo frente al resto del mundo acumulados entre septiembre de 2008 y el mismo mes de 2009 fueron negativos o registraron un importe muy reducido, en un contexto internacional poco favorable para el dinamismo de estas operaciones (véase cuadro 8). Las entradas de capital durante ese período alcanzaron un volumen equivalente al 2,9% del PIB, frente al 4,2% de junio. Las mayores caídas se observaron en los depósitos, y en concreto en los interbancarios, que registraron una fuerte contracción, que situó el flujo acumulado en doce meses en valores negativos (-0,2% del PIB), y en los préstamos no comerciales, que entre junio y septiembre alcanzaron una cifra ligeramente negativa, que situó el

% del PIB	2006	2007	2008	2009		
				I TR	II TR	III TR
OPERACIONES FINANCIERAS NETAS	-8,4	-9,6	-9,1	-8,1	-6,9	-5,8
OPERACIONES FINANCIERAS (ACTIVOS)	18,0	14,3	3,2	0,6	-2,7	-2,8
Oro y DEG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Efectivo y depósitos	5,2	2,1	-0,3	-2,1	-5,8	-5,6
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	3,4	4,2	-0,5	-2,3	-5,6	-5,6
Valores distintos de acciones	-1,2	1,6	1,3	-0,2	0,5	0,5
<i>De los cuales:</i>						
<i>Entidades de crédito</i>	-2,0	1,8	1,5	0,7	1,5	1,3
<i>Inversores institucionales (b)</i>	0,6	0,2	-0,9	-1,5	-1,5	-1,7
Acciones y otras participaciones	10,8	8,9	2,1	2,7	2,3	2,5
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	8,3	6,7	3,4	2,8	1,8	1,4
<i>Inversores institucionales (b)</i>	1,2	-1,1	-1,6	-0,8	-0,5	-0,2
Préstamos	2,1	1,2	0,7	0,9	1,0	0,3
OPERACIONES FINANCIERAS (PASIVOS)	26,4	23,8	12,3	8,8	4,2	2,9
Depósitos	0,3	7,3	9,0	4,3	1,9	1,4
<i>De los cuales:</i>						
<i>Interbancario (a)</i>	0,6	6,7	6,2	1,9	0,9	-0,2
Valores distintos de acciones	21,3	8,1	-2,4	0,3	-0,8	-1,1
<i>De los cuales:</i>						
<i>Administraciones Públicas</i>	1,0	-1,4	1,3	2,4	3,4	3,2
<i>Entidades de crédito</i>	8,0	3,6	-1,9	-1,1	-1,3	-0,8
<i>Otras instituciones financieras no monetarias</i>	12,3	5,8	-1,8	-1,0	-2,9	-3,5
Acciones y otras participaciones	0,5	4,8	3,6	2,1	1,5	2,3
<i>De las cuales:</i>						
<i>Sociedades no financieras</i>	0,1	4,9	2,7	1,4	0,7	1,1
Préstamos	3,5	3,1	2,2	2,5	2,5	1,6
Otros neto (c)	-0,4	0,2	0,6	0,1	-0,1	-0,8
PRO MEMORIA:						
Inversión directa de España en el exterior	8,4	9,6	5,0	4,9	4,0	3,2
Inversión directa del exterior en España	2,5	4,8	4,4	2,8	2,4	2,2

FUENTE: Banco de España.

a. Corresponden únicamente a entidades de crédito, e incluyen repos.

b. Empresas de seguros e instituciones de inversión colectiva.

c. Incorpora, además de otras partidas, la rúbrica de activos, que recoge las reservas técnicas de seguro y el flujo neto de crédito comercial.

acumulado anual en el 1,6%, 0,9 pp por debajo de la cifra de mediados de año. También se apreció un retroceso importante en el crédito comercial, tanto activo como —especialmente— pasivo, operaciones que están clasificadas por el neto dentro de la rúbrica «Otros neto», y que han presentado flujos negativos desde mediados de 2008. Por el contrario, se recuperó la inversión de los no residentes en valores de renta variable emitidos por agentes españoles. A pesar de ello, la inversión directa del exterior en España en relación con el PIB descendió ligeramente y se situó en el 2,2% del PIB.

Los flujos activos frente al exterior fueron negativos, en términos acumulados de doce meses, y se situaron en el -2,8%, un importe ligeramente inferior al de junio. La contracción más signifi-

ficativa se observó en los préstamos (que alcanzaron el 0,3% del PIB, frente al 1% del segundo trimestre) y en la adquisición de acciones y participaciones por parte de las sociedades no financieras (que disminuyó 0,4 pp en relación con el PIB y se situó en el 1,4%). En línea con estos retrocesos, la inversión directa de España en el exterior descendió 0,8 pp, y se situó en el 3,2% del PIB. El importe de las compras netas en el exterior de títulos de renta variable por parte de los inversores institucionales (y también la total) fue, al igual que en el trimestre previo, positiva, aunque en términos acumulados de doce meses volvió a situarse en valores negativos (-0,2% del PIB).

Como resultado de la evolución de los flujos financieros con el resto del mundo y de las variaciones en el precio de los activos y el tipo de cambio, el valor de los pasivos netos acumulados por la economía española aumentó 4,2 pp en relación con el PIB y alcanzó el 87,2% (véase gráfico 28). Por sectores institucionales, este ascenso fue el resultado, fundamentalmente, del incremento del saldo deudor frente a los no residentes de las AAPP y del sector privado no financiero, y de la disminución del saldo acreedor del Banco de España, mientras que el endeudamiento exterior de las instituciones financieras, excluido el Banco de España, apenas varió.

1.2.2010.